
Wyniki inwestycyjne aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych vs. stopy zwrotu indeksów akcyjnych w wybranych krajach świata – grudzień 2016 r.

Badania dotyczące wyników inwestycyjnych aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych (głównie funduszy akcyjnych) w stosunku do wyników indeksów akcyjnych mają długoletnią historię. Choć są one prowadzone przez naukowców od kilku dekad, a ich wyniki są publikowane przez czasopisma naukowe, ich znajomość jest relatywnie niewielka i ogranicza się przede wszystkim do środowiska naukowego. Znacznie większe oddziaływanie mają analizy dokonywane dopiero od kilkunastu lat przez podmioty zajmujące się tworzeniem i oferowaniem produktów indeksowych (głównie funduszy indeksowych i funduszy ETF) oraz samych indeksów, a także przez firmy gromadzące, przetwarzające i dystrybuujące dane pochodzące z rynku finansowego.

Wśród firm, które prowadzą tego rodzaju badania w sposób systematyczny, najbardziej znane i popularne są prawdopodobnie analizy opracowywane już od 15 lat przez S&P Dow Jones Indices (do połowy 2012 r. były za nie odpowiedzialne spółki S&P Indices oraz Standard & Poor's) znane pod nazwą SPIVA. Określenie to będące skrótem od sformułowania „Standard & Poor's Index Versus Active” oznacza tak naprawdę metodologię stosowaną przez ww. firmę do wszechstronnego porównywania wyników (stóp zwrotu) aktywnie zarządzanych akcyjnych funduszy inwestycyjnych z wynikami indeksów akcyjnych¹. W oparciu o tę metodologię S&P Dow Jones Indices publikuje co pół roku raporty „SPIVA Scorecard” (karta wyników SPIVA) prezentujące rezultaty badań i opisujące tendencje panujące w ww. zakresie w różnych państwach świata. Obecnie karty wyników SPIVA są publikowane dla funduszy z Australii, Japonii, Indii, 10 państw europejskich (Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec, Włoch, Hiszpanii, Holandii, Danii, Polski, Szwajcarii i Szwecji), RPA, Stanów Zjednoczonych, Kanady, 3 państw z Ameryki Łacińskiej (Brazylia, Chile i Meksyku) oraz dla funduszy posiadających szerszą ekspozycję – np. regionalną lub globalną². Badania te obejmują obecnie ponad 10 tysięcy aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych, których tytuły uczestnictwa są denominowane w różnych walutach (np. w przypadku funduszy europejskich są to głównie fundusze, których tytuły uczestnictwa są wyceniane w euro, ale także w GBP, DKK, PLN, CHF i SEK). Ich stopy zwrotu są prezentowane w postaci netto (tzn. uwzględniają opłaty za zarządzanie) lecz nie biorą pod uwagę opłat dystrybucyjnych. Są one porównywane z wynikami indeksów akcyjnych³ posiadających określoną ekspozycję geograficzną – na ogół są to indeksy Standard &

¹ W przypadku niektórych krajów analizy te obejmują także inne kategorie aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych – np. fundusze dłużne (*fixed income funds*).

² Przykładowo wyniki funduszy europejskich posiadających ekspozycję globalną, na rynki wschodzące, na rynek europejski, na strefę euro, czy na kraje nordyckie są porównywane z odpowiednimi indeksami akcyjnymi.

³ Należy podkreślić, iż wyniki funduszy są porównywane z indeksami, które ze swojej natury nie są inwestowalne, co oznacza, że indeksy nie są i nie mogą być realną alternatywą inwestycyjną wobec funduszy. Stopy zwrotu indeksów (benchmarków) służą zatem w tym przypadku jedynie jako punkt odniesienia przy ocenie stóp zwrotu aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych.

Poor's. Ponadto w przypadku największych rynków funduszy (takich jak np. rynek amerykański) przeprowadzane analizy dotyczą podmiotów inwestujących na rynku lokalnym (*domestic equity funds*) w podziale na fundusze inwestujące w akcje spółek o określonej kapitalizacji (*large cap, mid cap, small cap* i *multi cap funds*). Ponadto badania dotyczą czasami także funduszy o zróżnicowanych strategiach inwestycyjnych (*growth, core* i *value funds*).

Najważniejszą miarą wykorzystywaną w celu porównania wyników inwestycyjnych aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych z wynikami odpowiednich indeksów jest wskaźnik określający procentowy udział funduszy, których wyniki inwestycyjne okazały się gorsze od indeksu (*percentage of active funds outperformed by their benchmark*)⁴. Porównanie to przeprowadzane jest zwykle dla czterech okresów: rocznego, trzyletniego, pięcioletniego i dziesięcioletniego. Dla rynku amerykańskiego, gdzie S&P Dow Jones Indices dysponuje dłuższym szeregiem danych, dokonywane są obliczenia także dla okresu 15-letniego, natomiast dla krajów Ameryki Łacińskiej i RPA dostępne są obecnie dane dla trzech najkrótszych okresów. W dalszej części niniejszego opracowania zaprezentowany zostanie przegląd wyników osiągniętych w końcu 2016 r. przez aktywnie zarządzane fundusze inwestycyjne w wyszczególnionych wcześniej państwach w relacji do ich benchmarków w tych właśnie okresach. Z uwagi na ogromną różnorodność prezentowanych danych w kartach wyników SPIVA w poszczególnych państwach oraz dla zachowania przejrzystości wyводу, przegląd ten obejmie tylko jedną grupę funduszy z każdego kraju⁵ (wyjątkiem będą tylko Stany Zjednoczone, gdzie przedstawione zostaną dane dla wszystkich krajowych funduszy akcyjnych oraz dla wszystkich krajowych funduszy akcyjnych dużych spółek) oraz wybrane grupy funduszy posiadające ekspozycję regionalną (Europa, strefa euro). Ogółem zaprezentowane zostaną dane dla 22 kategorii funduszy – ich listę wraz z indeksami będącymi punktem odniesienia przy porównywaniu stóp zwrotu (wraz z krótką charakterystyką tych indeksów) przedstawia poniższa tabela.

Tabela 1. Charakterystyka wybranych kategorii aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych i ich benchmarkowych indeksów

Kraj/region	Kategoria funduszy	Benchmarkowy indeks	Opis indeksu
Brazylia	Brazil Equity Funds	S&P Brazil BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla brazylijskiego rynku akcji.
Chile	Chile Equity Funds	S&P Chile BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla chilijskiego rynku akcji.
Meksyk	Mexico Equity Funds	S&P Mexico BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla meksykańskiego rynku akcji.
Australia	Australian Equity General	S&P/ASX 200	Indeks uznawany za instytucjonalny, inwestowalny benchmark w Australii. Obejmuje ok. 80% kapitalizacji australijskiego rynku akcji.
Europa	Europe Equity	S&P Europe 350	Indeks obejmuje ok. 70% kapitalizacji europejskiego rynku akcji. Pochodzi z 17 największych europejskich rynków akcji.
Strefa euro	Eurozone Equity	S&P Eurozone BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla rynków akcji tych państw europejskich, które przyjęły walutę euro.
Francja	France Equity	S&P France BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny

⁴ W celu wyeliminowania błędu przetrwania (*survivorship bias*) S&P Dow Jones Indices przy obliczaniu tego wskaźnika bierze pod uwagę liczbę funduszy funkcjonujących w danej kategorii na początku okresu i odnosi liczbę funduszy, które uzyskały wynik lepszy lub gorszy od indeksu do tej właśnie wartości, nie zaś do liczby funduszy, które przetrwały do końca okresu.

⁵ Jest to grupa funduszy inwestycyjnych wymieniana na ogół jako pierwsza (można zatem przyjąć, że najważniejsza) w tabeli prezentującej porównanie wyników inwestycyjnych aktywnie zarządzanych funduszy z wynikami indeksów.

			dla francuskiego rynku akcji.
Niemcy	Germany Equity	S&P Germany BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla niemieckiego rynku akcji.
Włochy	Italy Equity	S&P Italy BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla włoskiego rynku akcji.
Hiszpania	Spain Equity	S&P Spain BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla hiszpańskiego rynku akcji.
Holandia	Netherlands Equity	S&P Netherlands BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla holenderskiego rynku akcji.
Wielka Brytania	U.K. Equity	S&P United Kingdom BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla brytyjskiego rynku akcji.
Dania	Denmark Equity	S&P Denmark BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla duńskiego rynku akcji.
Polska	Poland Equity	S&P Poland BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla polskiego rynku akcji.
Szwajcaria	Switzerland Equity	S&P Switzerland Equity BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla szwajcarskiego rynku akcji.
Szwecja	Sweden Equity	S&P Sweden BMI	Podzbiór indeksu S&P Global BMI* reprezentatywny dla szwedzkiego rynku akcji.
Indie	Indian Equity Large-Cap	S&P BSE 100	Indeks obejmujący 100 największych pod względem wielkości i płynności publicznych firm indyjskich.
Japonia	Japanese Large-Cap Funds	S&P/TOPIX 150	Indeks obejmuje 150 najbardziej płynnych firm japońskich o dużej kapitalizacji pochodzących z każdej branży wyszczególnionej w klasyfikacji sektorowej GICS.
Kanada	Canadian Equity	S&P/TSX Composite	Główny indeks szerokiego kanadyjskiego rynku akcji.
RPA	South African Equity	S&P South Africa DSW (Domestic Shareholder Weighted)	Indeks dostosowujący wagi firm w indeksie S&P South Africa Composite w celu odzwierciedlenia poziomu własności przez południowoafrykańskich inwestorów. Jest wazony kapitalizacją z uwzględnieniem free-float'u i obejmuje spółki o dużej, średniej i małej kapitalizacji notowane na giełdzie w Johannesburgu.
USA	All Domestic Funds	S&P Composite 1500	Szeroki, wazony kapitalizacją indeks amerykańskiego rynku akcji obejmujący 1500 spółek. Składa się z trzech indeksów opisujących koniunkturę w segmencie dużych firm (S&P 500), średnich firm (S&P MidCap 400) oraz małych firm (S&P SmallCap 600). Reprezentuje ok. 90% amerykańskiego rynku akcji.
USA	All Large-Cap Funds	S&P 500	Indeks wazony kapitalizacją obejmujący reprezentatywną próbę 500 czołowych spółek amerykańskich z najważniejszych sektorów gospodarki amerykańskiej. Reprezentuje ponad 80% amerykańskiego rynku akcji.

* S&P Global BMI (Broad Market Index) – indeks obejmujący indeksy S&P Developed BMI oraz S&P Emerging BMI. Jest wszechstronnym, opartym na zasadach indeksem opisującym koniunkturę na globalnym rynku akcji. Jego portfel obejmuje akcje ponad 11,5 spółek z 47 państw.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z raportów SPIVA Scorecard.

Warto dodać, iż SPIVA Scorecard prezentuje również średnie stopy zwrotu poszczególnych kategorii funduszy oraz odpowiadających im indeksów w wyżej wymienionych okresach (w przypadku okresów dłuższych niż roczne są to wartości zaanualizowane). Przedstawiane są zarówno proste stopy zwrotu funduszy (*equal weighted fund performance*), jak też stopy zwrotu wazone aktywami netto (*asset weighted fund performance*). Te drugie uznawane są zwykle za nieco lepsze mierniki wyników inwestycyjnych poszczególnych kategorii funduszy, gdyż bardziej trafnie odzwierciedlają stopy zwrotu dla całości środków inwestowanych w poszczególne grupy funduszy. Uzupełnieniem powyższych danych w zakresie stóp zwrotu są dane dotyczące wartości granicznych trzeciego, drugiego i pierwszego kwartyła (*quartile breakpoints*) dla poszczególnych kategorii funduszy w ww. okresach.

W karcie wyników SPIVA prezentowane są także inne miary dotyczące wyłącznie funduszy inwestycyjnych, które pozwalają na dodatkową ocenę ich atrakcyjności inwestycyjnej. Są to wskaźniki:

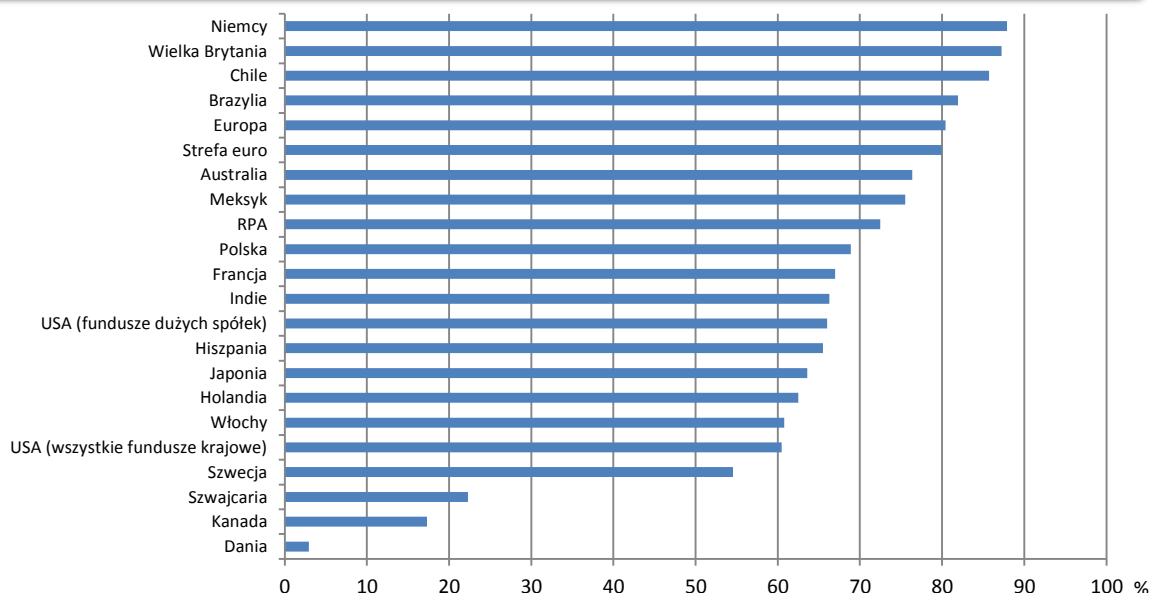
- przetrwania funduszy (*survivorship*) – pokazuje on procentowy udział funduszy, które działały przez cały analizowany okres (nie uległy likwidacji, bądź połączeniu z innymi podmiotami),
- ciągłości stylu inwestycyjnego (*style consistency*) – wskazuje on na procentowy udział funduszy, które w ciągu całego analizowanego okresu nie zmieniły swojej polityki inwestycyjnej⁶.

Są one prezentowane dla tych samych horyzontów czasowych, dla których obliczane są ww. miary.

Ostatni rok

Według raportów SPIVA Scorecard uwzględniających dane na koniec 2016 roku, w okresie minionego roku odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych należących do podstawowej kategorii funduszy (por. tab. 1), których stopa zwrotu była niższa od stopy zwrotu ich benchmarku, wahał się od 2,94% w Danii do 87,91% w Niemczech (por. poniższy wykres). W przypadku zdecydowanej większości państw/regionów wskaźnik ten przekraczał 50 procent (19 na 22 analizowane państwa/regiony), a w blisko połowie (9 państw/regionów) okazał się wyższy od 70 procent. Oprócz funduszy niemieckich największe trudności w pokonywaniu benchmarku w ostatnich 12 miesiącach miały fundusze brytyjskie, chilijskie i brazylijskie. Średni wskaźnik określający procentowy udział aktywnie zarządzanych funduszy, których wyniki inwestycyjne okazały się gorsze od indeksu, wyniósł 63,89%, a mediana 66,63%.

Odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych z danej kategorii, których stopy zwrotu były w okresie minionego roku gorsze od stopy zwrotu benchmarku*



* - kategorie funduszy inwestycyjnych oraz ich benchmarki zostały przedstawione w tabeli 1.

Dane dotyczące funduszy europejskich, strefy euro, francuskich, niemieckich, włoskich, hiszpańskich i holenderskich w EUR, dane dotyczące funduszy brytyjskich w GBP, dane dotyczące funduszy duńskich w DKK, dane dotyczące funduszy polskich w PLN, dane dotyczące funduszy szwajcarskich w CHF, dane dotyczące funduszy szwedzkich w SEK.

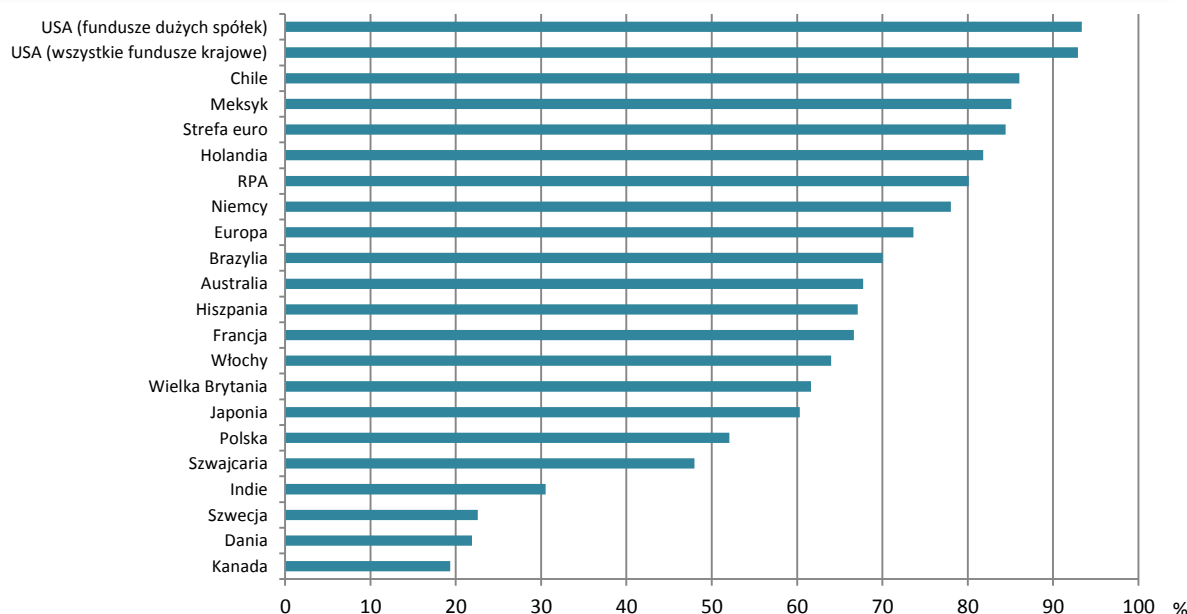
Źródło: www.etf.com.pl na podstawie danych S&P Dow Jones Indices.

⁶ Wskaźnik ten jest prezentowany tylko w przypadku niektórych krajów.

Ostatnie trzy lata

W okresie ostatnich trzech lat procentowy udział funduszy, których stopy zwrotu były niższe niż stopy zwrotu odpowiadających im indeksów, wahał się od 19,35% w Kanadzie do 86,05% w USA (fundusze inwestujące w akcje spółek o dużej kapitalizacji) (por. poniższy wykres). Podobnie jak w prezentowanej wcześniej statystyce dla okresu rocznego, także i w tym przypadku w ogromnej większości państw/regionów (17 na 22) ponad połowa analizowanych aktywnie zarządzanych funduszy nie zdołała wypracować lepszego wyniku niż benchmark. Najgorzej wypadły pod tym względem fundusze amerykańskie (wskaźnik powyżej 90 procent) oraz chilijskie, meksykańskie, ze strefy euro, holenderskie i południowoafrykańskie (wskaźnik ponad 80 procent). Średni procentowy udział aktywnie zarządzanych funduszy, których wyniki w minionych trzech latach były gorsze od wyników indeksu, wyniósł 63,97%, a mediana 67,44%.

Odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych z danej kategorii, których stopy zwrotu były w okresie minionych trzech lat gorsze od stopy zwrotu benchmarku*



* - kategorie funduszy inwestycyjnych oraz ich benchmarki zostały przedstawione w tabeli 1.

Dane dotyczące funduszy europejskich, strefy euro, francuskich, niemieckich, włoskich, hiszpańskich i holenderskich w EUR, dane dotyczące funduszy brytyjskich w GBP, dane dotyczące funduszy duńskich w DKK, dane dotyczące funduszy polskich w PLN, dane dotyczące funduszy szwajcarskich w CHF, dane dotyczące funduszy szwedzkich w SEK.

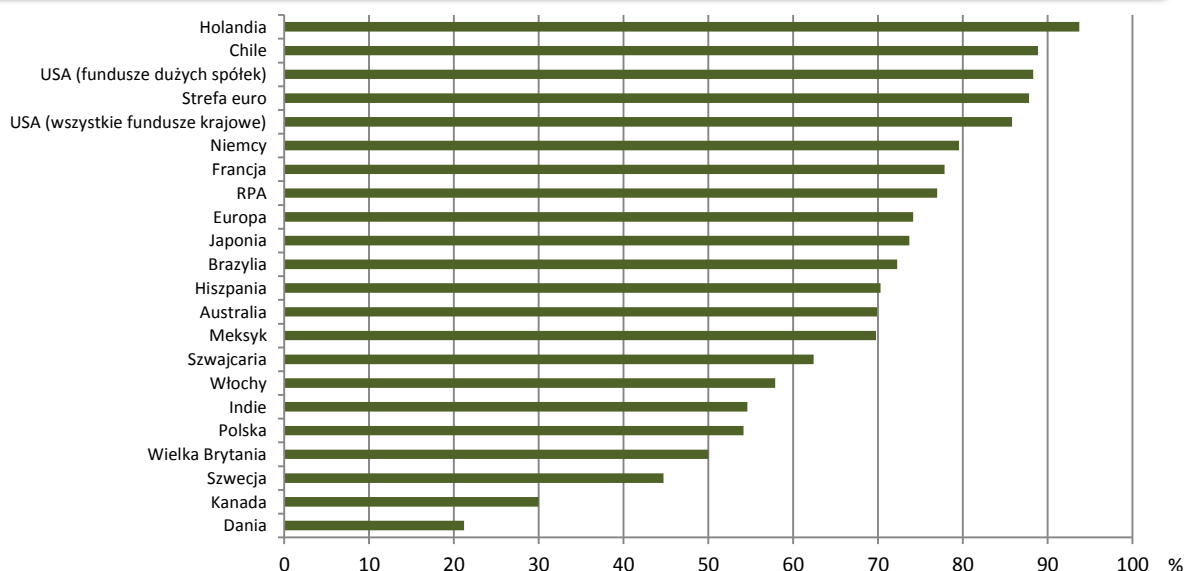
Źródło: www.etf.com.pl na podstawie danych S&P Dow Jones Indices.

Ostatnie pięć lat

Zgodnie z danymi zamieszczonymi w kartach wyników SPIVA w okresie minionych pięciu lat od 21,21% (Dania) do 93,75% (Holandia) aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych nie zdołało osiągnąć stopy zwrotu lepszej niż benchmark (por. poniższy wykres). W przygniatającej większości badanych przez S&P Dow Jones Indices państw (19 na 22) odsetek funduszy akcyjnych, których stopy zwrotu były niższe niż stopy zwrotu odpowiedniego indeksu, wynosił 50 procent lub więcej. W pięciu przypadkach wskaźnik ten był wyższy niż 80 procent – poza Holandią dotyczyło to także Chile, Stanów Zjednoczonych (zarówno

w grupie funduszy dużych spółek, których wyniki były porównywane z indeksem S&P 500, jak i w grupie wszystkich funduszy rynku amerykańskiego, których rezultaty były odnoszone do indeksu S&P Composite 1500) oraz strefy euro. Średnia wartość ww. miary dla 22 grup funduszy wybranych przez autora niniejszego opracowania do analizy wyniosła 67,46%, zaś mediana wyniosła 71,31%.

Odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych z danej kategorii, których stopy zwrotu były w okresie minionych pięciu lat gorsze od stopy zwrotu benchmarku*

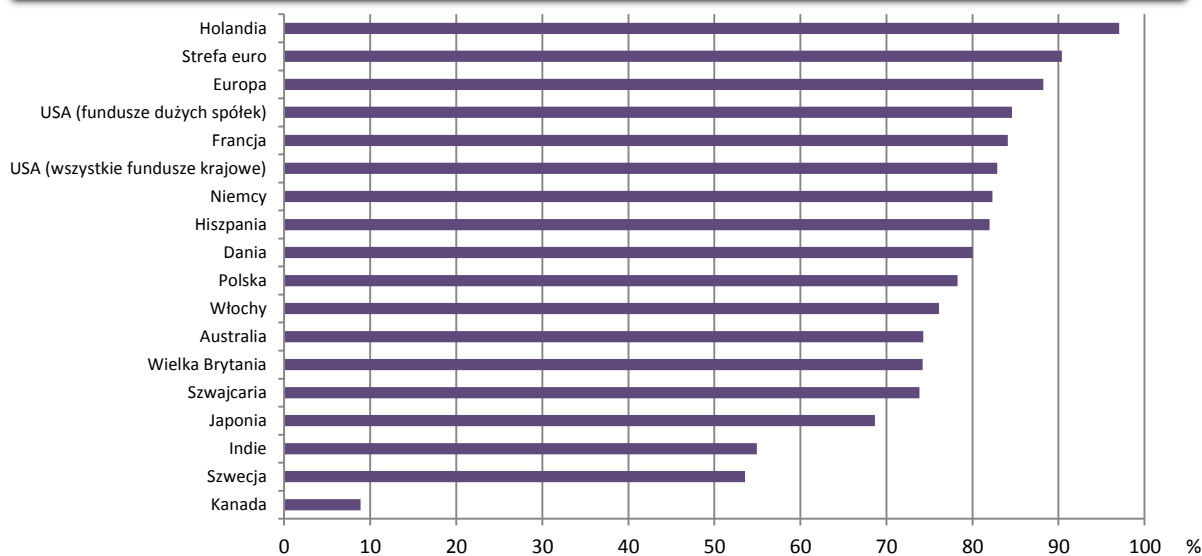


* - kategorie funduszy inwestycyjnych oraz ich benchmarki zostały przedstawione w tabeli 1.
Dane dotyczące funduszy europejskich, strefy euro, francuskich, niemieckich, włoskich, hiszpańskich i holenderskich w EUR, dane dotyczące funduszy brytyjskich w GBP, dane dotyczące funduszy duńskich w DKK, dane dotyczące funduszy polskich w PLN, dane dotyczące funduszy szwajcarskich w CHF, dane dotyczące funduszy szwedzkich w SEK.
Źródło: www.etf.com.pl na podstawie danych S&P Dow Jones Indices.

Ostatnie dziesięć lat

Okres ostatnich dziesięciu lat, obejmujący także dramatyczną bessę na rynkach akcji w latach 2008-2009, nie różnił się istotnie od przytoczonych dotychczas danych dla krótszych okresów. W minionych 10 latach odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych, których stopa zwrotu była niższa od stopy zwrotu benchmarku, wahał się od 8,89% w Kanadzie do 97,06% w Holandii (por. poniższy wykres). Tylko fundusze kanadyjskie należące do kategorii „Canadian Equity” w zdecydowanej większości zdołały pokonać w tym okresie swój benchmark (indeks S&P/TSX Composite), natomiast ponad połowa funduszy akcyjnych w pozostałych państwach/regionach osiągała niższe od benchmarków stopy zwrotu. Najgorzej wypadły pod tym względem fundusze w Holandii i w strefie euro (ponad 90% funduszy) oraz w Europie, w USA (w obu analizowanych kategoriach), we Francji, w Niemczech, w Hiszpanii i w Danii (80% lub więcej funduszy). Ogółem średni procentowy udział funduszy, których stopy zwrotu były niższe niż stopy zwrotu odpowiadających im indeksów, wyniósł 74,13%, zaś mediana 79,13%. Spośród analizowanych interwałów w tym najdłuższym aktywnie zarządzane fundusze akcyjne wypadły więc zdecydowanie najgorzej.

Odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych z danej kategorii, których stopy zwrotu były w okresie minionych dziesięciu lat gorsze od stopy zwrotu benchmarku*



* - kategorie funduszy inwestycyjnych oraz ich benchmarki zostały przedstawione w tabeli 1.

Dane dotyczące funduszy europejskich, strefy euro, francuskich, niemieckich, włoskich, hiszpańskich i holenderskich w EUR, dane dotyczące funduszy brytyjskich w GBP, dane dotyczące funduszy duńskich w DKK, dane dotyczące funduszy polskich w PLN, dane dotyczące funduszy szwajcarskich w CHF, dane dotyczące funduszy szwedzkich w SEK.

Źródło: www.etf.com.pl na podstawie danych S&P Dow Jones Indices.

Ostatnie piętnaście lat

Tylko w karcie wyników SPIVA sporządzonej dla amerykańskiego rynku funduszy inwestycyjnych zamieszczone zostały dane dotyczące procentowego udziału funduszy, których wyniki inwestycyjne okazały się gorsze od odpowiadających im indeksów w minionych piętnastu latach. 92,15% funduszy lokujących aktywa w akcje spółek o dużej kapitalizacji uzyskało w tym horyzoncie niższą stopę zwrotu od indeksu S&P 500. Z kolei w grupie funduszy inwestujących środki klientów w akcje różnego rodzaju spółek amerykańskich 82,23% wypracowało stopę zwrotu niższą od indeksu S&P Composite 1500.

Na podstawie raportów SPIVA Scorecard obejmujących dane na koniec 2016 roku opracował:

Tomasz Miziołek

www.etf.com.pl

Niniejsza analiza została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych. Zawarte niej treści stanowią wyraz osobistych poglądów autora, nie mają charakteru rekomendacji, porady inwestycyjnej i nie są związane ze świadczeniem usług doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu odpowiednich przepisów prawa. Serwis etf.com.pl nie ponosi odpowiedzialności z tytułu ewentualnych szkód wynikających z wykorzystania informacji zamieszczonych w raporcie.

Publikowanie niniejszej analizy w Internecie, prasie i innych mediach, w całości lub w części, wymaga pisemnej zgody autora serwisu etf.com.pl.
