
Wyniki inwestycyjne aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych vs. stopy zwrotu indeksów akcyjnych w wybranych krajach świata (koniec 2021 r.)

Badania wyników inwestycyjnych aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych – głównie funduszy akcyjnych – w stosunku do wyników benchmarków są prowadzone od kilku dekad. Analizy tego rodzaju, o zróżnicowanym stopniu zaawansowania, są dokonywane przede wszystkim przez naukowców, a ich wyniki są publikowane przez czasopisma naukowe na całym świecie. Jednakże znajomość tych badań jest relatywnie niewielka i dotyczy przede wszystkim środowiska naukowego, a przy tym stosowane metody badawcze są z reguły dość zaawansowane, w efekcie czego zakres upowszechnienia płynących z nich wniosków jest niestety mocno ograniczony.

Drugą grupą podmiotów, które przeprowadzają analizy tego typu, są firmy zajmujące się tworzeniem i oferowaniem produktów indeksowych (głównie funduszy indeksowych i funduszy ETF), spółki gromadzące, przetwarzające i dystrybuujące dane pochodzące z rynku finansowego, a także dostawcy indeksów (*index providers*). Z uwagi na znacznie większy zakres oddziaływania tego typu podmiotów, większą dostępność tworzonych przez nie opracowań (w większości przypadków są one nieodpłatne), a także na ogół mniej skomplikowane metody badawcze, znajomość tego rodzaju badań wśród inwestorów – zarówno profesjonalnych jak i nieprofesjonalnych – jest nieporównywalnie większa.

Spośród firm, które w sposób systematyczny prowadzą tego rodzaju badania od dłuższego czasu, najbardziej znane są prawdopodobnie analizy opracowywane już od 20 lat¹ przez spółkę S&P Dow Jones Indices² będącą jednym największych na świecie podmiotów zajmujących się tworzeniem, obliczaniem i utrzymywaniem inwestowalnych indeksów i benchmarków dla firm zarządzających aktywami, giełd papierów wartościowych i innych uczestników rynku finansowego. Analizy te znane są pod akronimem SPIVA pochodzącym od sformułowania „Standard & Poor’s Index Versus Active”. W praktyce określenie to oznacza metodologię stosowaną przez ww. firmę do wszechstronnego porównywania wyników (stóp zwrotu) aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych z wynikami indeksów opracowywanych przez S&P Dow Jones Indices.

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 i regionach świata³. Obecnie karty wyników SPIVA są publikowane dla funduszy z Australii, Indii, Japonii, Kanady, RPA, Stanów Zjednoczonych, 10 państw europejskich (Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec, Włoch, Hiszpanii, Holandii, Danii, Polski, Szwajcarii i Szwecji), 3 państw z Ameryki

¹ Pierwsza analiza została opublikowana w 2002 roku i dotyczyła funduszy inwestycyjnych ze Stanów Zjednoczonych.

² Do połowy 2012 r. były za nie odpowiedzialne spółki S&P Indices oraz Standard & Poor’s.

³ W ramach debaty dotyczącej pasywnego i aktywnego zarządzania spółka S&P Dow Jones Indices publikuje również innego typu analizy, w tym „Risk-Adjusted SPIVA” (uwzględnia stopy zwrotu skorygowane o ryzyko), „Institutional SPIVA” (dotyczy rachunków podmiotów instytucjonalnych w USA), „Persistence Scorecard” (analizuje persistencję stóp zwrotu funduszy) oraz „Fleeting Alpha Scorecard” (łączy elementy standardowego raportu SPIVA z analizą dotyczącą persistencji stóp zwrotu dla funduszy na rynku amerykańskim).

Łacińskiej (Brazylia, Chile i Meksyku) i jednego kraju z regionu Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej (MENA) (Arabia Saudyjska). Analizy te obejmują zarówno fundusze posiadające ekspozycję krajową (*single-country*)⁴, jak też fundusze inwestujące na rynkach o określonym poziomie rozwoju gospodarczego i rynku finansowego, w krajach z określonego regionu geograficznego lub w skali globalnej⁵. Badania te obejmują w sumie kilkanaście tysięcy aktywnie zarządzanych akcyjnych i dłużnych funduszy inwestycyjnych, których tytuły uczestnictwa są denominowane w różnych walutach (np. w przypadku funduszy europejskich są to głównie podmioty, których tytuły uczestnictwa są wyceniane w euro, ale także w GBP, DKK, PLN, CHF i SEK). Próba badawcza uwzględnia fundusze, które z różnych względów (np. ze względu na likwidację na skutek zbyt małych aktywów lub połączenia z innym funduszem) zakończyły działalność w okresie analizy, co oznacza że badania SPIVA nie są obciążone często występującym w podobnych analizach tzw. błędem przetrwania (*survivorship bias*). Stopy zwrotu są prezentowane w postaci netto (tzn. uwzględniają opłaty za zarządzanie) lecz nie biorą pod uwagę innych typów opłat, niezwiązanych z samym procesem zarządzania aktywami (np. opłat dystrybucyjnych). Są one porównywane z wynikami indeksów S&P⁶ posiadających tę samą ekspozycję geograficzną. Ponadto w przypadku największych rynków funduszy (takich jak np. rynek amerykański) przeprowadzane analizy dotyczą podmiotów inwestujących na lokalnym rynku akcji (*domestic equity funds*) w podziale na fundusze inwestujące w akcje spółek o określonej kapitalizacji (*large cap, mid cap, small cap* i *multi cap funds*) i fundusze o zróżnicowanych stylach inwestycyjnych (*growth, core* i *value funds*)⁷.

Podstawową miarą wykorzystywaną w celu porównania wyników inwestycyjnych aktywnie zarządzanych funduszy z wynikami odpowiednich benchmarków jest prosty wskaźnik określający procentowy udział funduszy, których wyniki inwestycyjne (stopy zwrotu) okazały się gorsze od indeksu (*percentage of active funds outperformed by their benchmark*)⁸. Porównanie to przeprowadzane jest zwykle dla czterech okresów: rocznego, trzyletniego, pięcioletniego i dziesięcioletniego⁹. W dalszej części niniejszego opracowania zaprezentowany zostanie przegląd wyników osiągniętych w końcu 2021 r. przez aktywnie zarządzane fundusze akcyjne inwestujące w wyszczególnionych wcześniej państwach i w wybranych regionach w relacji do ich benchmarków w tych właśnie okresach. W przypadku większości raportów krajowych/regionalnych SPIVA, powyższy wskaźnik jest obliczany zarówno na podstawie absolutnych stóp zwrotu (*absolute returns*), jak też na podstawie stóp zwrotu skorygowanych o ryzyko

⁴ Z reguły są to fundusze inwestujące na rynku lokalnym, choć w niektórych przypadkach są to także fundusze inwestujące na rynku amerykańskim (tak jest np. w przypadku funduszy europejskich oraz kanadyjskich).

⁵ Przykładowo wyniki funduszy europejskich posiadających ekspozycję globalną, na rynki wschodzące, na Europę, na strefę euro, czy na kraje nordyckie są porównywane z odpowiednimi indeksami globalnymi oraz regionalnymi.

⁶ 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. Porównania stóp zwrotu funduszy aktywnie zarządzanych z funduszami pasywnie zarządzanymi znajdują się np. w publikowanych przez spółkę Morningstar raportach „Active/Passive Barometer”.

⁷ Szczegółowe informacje na temat raportów SPIVA są dostępne na stronie <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/education/education-spiva-scorecards-an-overview.pdf>

⁸ W celu wyeliminowania błędu przetrwania, przy obliczaniu tego wskaźnika spółka S&P Dow Jones Indices 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.

⁹ Dla rynku amerykańskiego i australijskiego, gdzie spółka S&P Dow Jones Indices dysponuje dłuższym szeregiem danych, dokonywane są obliczenia także dla okresów dłuższych (odpowiednio 20-letniego i 15-letniego).

(*risk-adjusted returns*) (analiza przeprowadzona w dalszej części zostanie oparta o wskaźnik wykorzystujący absolutne stopy zwrotu).

Z uwagi na ogromną różnorodność prezentowanych danych w kartach wyników SPIVA w poszczególnych państwach oraz dla zachowania przejrzystości niniejszego opracowania, przegląd wyników inwestycyjnych aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych obejmie tylko jedną grupę funduszy akcyjnych z każdego kraju¹⁰ (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, MENA). Ogółem zaprezentowane zostaną dane dla 24 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
Ameryka Łacińska			
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/BMV IRT	Wersja dochodowa indeksu S&P/BMV IRC obejmującego największe i najpłynniejsze spółki notowane na giełdzie BMV w Meksyku (Bolsa Mexicana de Valores).
Australia i region Pacyfiku			
Australia	Australian Equity General	S&P/ASX 200	Indeks uznawany za instytucjonalny, inwestowalny benchmark w Australii. Obejmuje ok. 80% kapitalizacji australijskiego rynku akcji.
Europa			
Europa	Europe Equity	S&P Europe 350	Indeks pokrywa ok. 70% kapitalizacji europejskiego rynku akcji i obejmuje 17 największych rynków europejskich.
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 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.

¹⁰ 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 benchmarków.

Szwajcaria	Switzerland Equity	S&P Switzerland 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.
Azja			
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.
Ameryka Północna			
Kanada	Canadian Equity	S&P/TSX Composite	Główny indeks szerokiego kanadyjskiego rynku akcji.
USA	All Domestic Funds	S&P Composite 1500	Szeroki, ważony 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 ważony kapitalizacją obejmujący reprezentatywną próbę 500 czołowych spółek amerykańskich z najważniejszych sektorów gospodarki amerykańskiej. Reprezentuje ponad 80% amerykańskiego rynku akcji.
Bliski Wschód i Afryka			
RPA	South African Equity	S&P South Africa DSW (Domestic Shareholder Weighted) Capped	Indeks ważony kapitalizacją z uwzględnieniem free-float'u, który obejmuje spółki o dużej, średniej i małej kapitalizacji notowane na giełdzie w Johannesburgu. Dostosowuje wagi firm w indeksie S&P South Africa Composite w celu odzwierciedlenia poziomu własności przez południowoafrykańskich inwestorów. Udział pojedynczej firmy jest ograniczony do 10%.
Arabia Saudyjska	Saudi Arabia Equity	S&P Saudi Arabia	Benchmark mierzący uniwersum inwestycyjne spółek publicznych notowanych na giełdzie w Arabii Saudyjskiej wykorzystujący wskaźniki płynności istotne dla krajów Rady Współpracy Zatoki Perskiej (GCC)
Bliski Wschód i Afryka Północna (MENA)	MENA Equity	S&P Pan Arab Composite LargeMidCap Index	Indeks obejmujący akcje spółek o dużej i średniej kapitalizacji z 11 krajów arabskich.

* S&P Global BMI (Broad Market Index) to indeks ważony kapitalizacją z uwzględnieniem wskaźnika free-float obejmujący indeksy S&P Developed BMI oraz S&P Emerging BMI. Jest wszechstronnym, opartym na zasadach (*rules-based*), indeksem opisującym koniunkturę na globalnym rynku akcji. W końcu marca 2022 r. jego portfel obejmował akcje 14,6 tys. spółek z 50 państw, w tym z 25 rynków rozwiniętych i 25 rynków wschodzących. Największy udział w indeksie mają spółki amerykańskie (58,8%), japońskie (6,4%), brytyjskie (3,9%) oraz chińskie (3,4%).

Źródło: opracowanie własne na podstawie 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, równoważone stopy zwrotu (*equal weighted fund performance*), jak też stopy zwrotu ważone aktywami (*asset weighted fund performance*). Te drugie uznawane są zwykle za 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 funduszy, które pozwalają na dodatkową ocenę ich atrakcyjności inwestycyjnej. Są to między innymi wskaźniki¹¹:

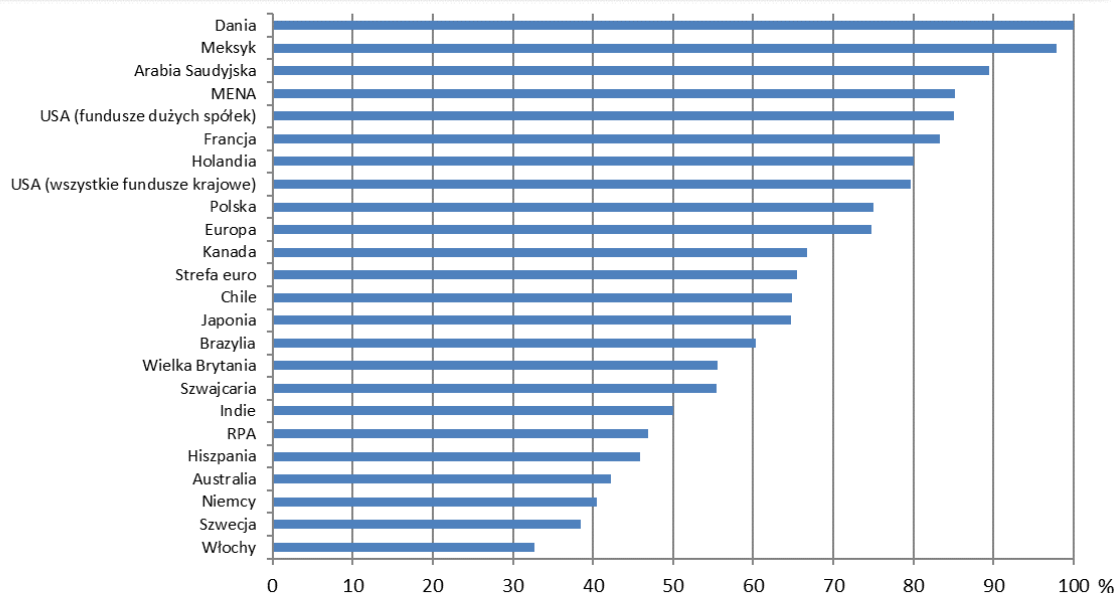
- przetrwania funduszy (*survivorship*) – pokazuje on procentowy udział funduszy, które działały przez cały analizowany okres (nie uległy likwidacji, bądź połączeniu z innymi podmiotami),
- ciągłości stylu inwestycyjnego (*style consistency*) – wskazuje on na procentowy udział funduszy, które w ciągu całego analizowanego okresu nie zmieniły swojej polityki inwestycyjnej,
- stopy zwrotu do zmienności (*return/volatility ratio*) – mierzy relację zysku do ryzyka.

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

Ostatni rok

Według raportów SPIVA Scorecard uwzględniających dane na koniec 2021 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 32,69% we Włoszech do 100% w Danii (por. poniższy wykres). W przypadku zdecydowanej większości państw/regionów wskaźnik ten przekraczał 50 procent (17 na 24 analizowane państwa/regiony), a w 42% (10 państw/regionów) okazał się wyższy od 70 procent. Oprócz funduszy duńskich największe trudności w pokonywaniu benchmarku w ostatnich 12 miesiącach miały fundusze meksykańskie i saudyjskie. Średni wskaźnik określający procentowy udział aktywnie zarządzanych funduszy, których wyniki inwestycyjne okazały się gorsze od indeksu, wyniósł 65,82%, a mediana 65,15%.

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



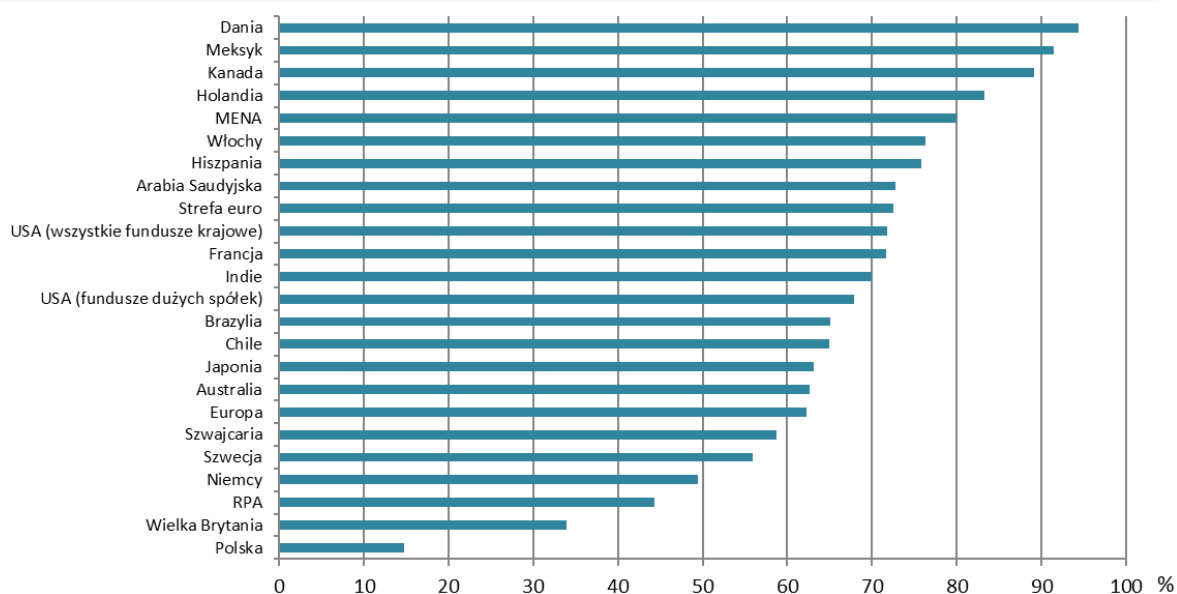
* - kategorie funduszy inwestycyjnych oraz ich benchmarki zostały przedstawione w tabeli 1. Dane dotyczące funduszy europejskich, strefy euro, francuskich, niemieckich, włoskich, hiszpańskich i holenderskich w EUR, dane dotyczące funduszy brytyjskich w GBP, dane dotyczące funduszy duńskich w DKK, dane 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.

¹¹ Miary te są publikowane w wybranych raportach krajowych/regionalnych.

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 14,71% w Polsce do 94,44% w Danii (por. poniższy wykres). Podobnie jak w prezentowanej wcześniej statystyce dla okresu rocznego, także i w tym przypadku w ogromnej większości państw/regionów (20 na 24) przeważająca większość analizowanych aktywnie zarządzanych funduszy nie zdołała wypracować lepszego wyniku niż benchmark. Najgorzej pod tym względem wypadły fundusze duńskie i meksykańskie (wskaźnik powyżej 90 procent) oraz kanadyjskie i holenderskie (wskaźnik ponad 80 procent). Średni procentowy udział aktywnie zarządzanych funduszy, których wyniki w minionych trzech latach były gorsze od wyników indeksu, wyniósł 66,34%, a mediana 68,93%.

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.

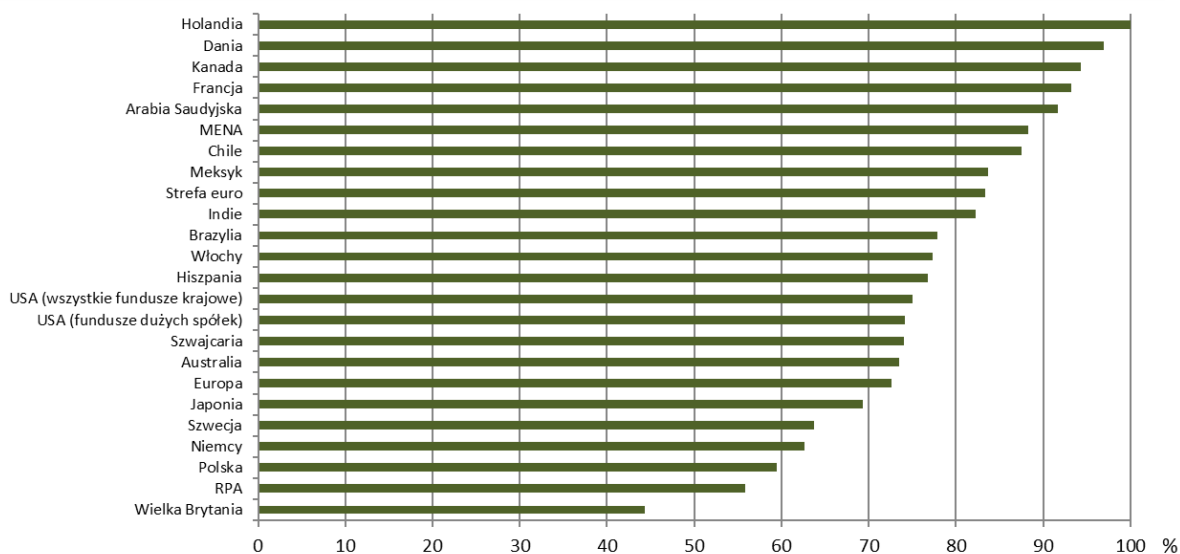
Dane dotyczące funduszy europejskich, strefy euro, francuskich, niemieckich, włoskich, hiszpańskich i holenderskich w EUR, dane dotyczące funduszy brytyjskich w GBP, dane dotyczące funduszy duńskich w DKK, dane dotyczące funduszy polskich w PLN, dane dotyczące funduszy szwajcarskich w CHF, dane dotyczące 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 44,29% (Wielka Brytania) do 100% (Holandia) aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych nie zdołało osiągnąć stopy zwrotu lepszej niż benchmark (por. poniższy wykres). We wszystkich analizowanych krajach (regionach) – za wyjątkiem Wielkiej Brytanii – odsetek funduszy akcyjnych, których stopy zwrotu były niższe niż stopy zwrotu odpowiedniego indeksu, przekraczał 50 procent. W aż 10 przypadkach wskaźnik ten był wyższy niż 80 procent – poza Holandią dotyczyło to także Danii, Kanady, Francji, Arabii Saudyjskiej, regionu MENA, Chile, Meksyku, strefy euro oraz Indii. Średnia wartość ww. miary dla 24 grup funduszy wybranych do analizy wyniosła 77,41%, zaś mediana 77,05%.

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.

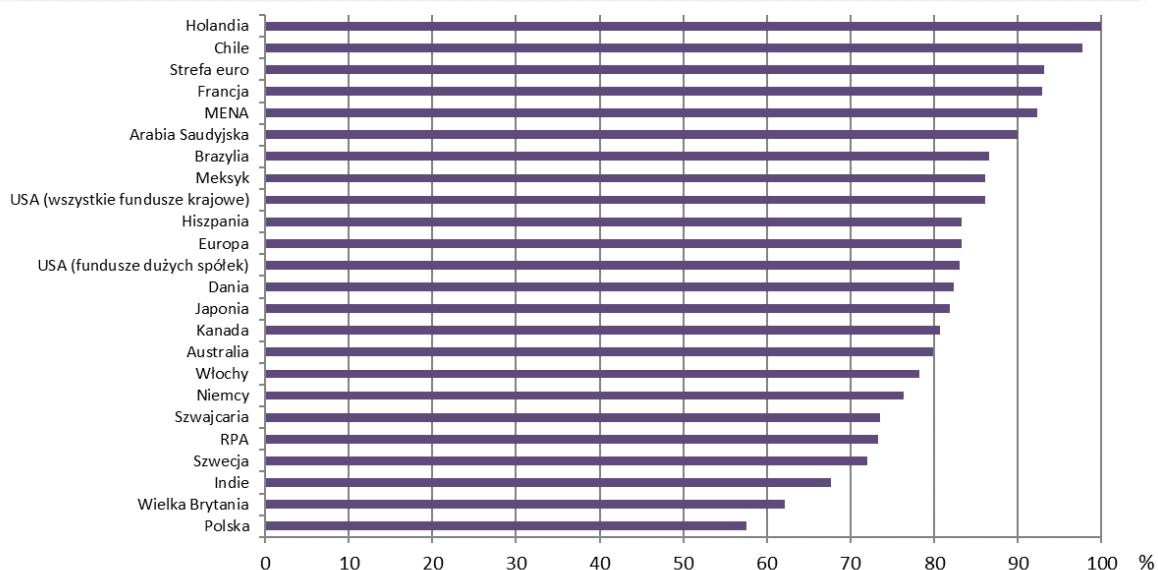
Dane dotyczące funduszy europejskich, strefy euro, francuskich, niemieckich, włoskich, hiszpańskich i holenderskich w EUR, dane dotyczące funduszy brytyjskich w GBP, dane dotyczące funduszy duńskich w DKK, dane dotyczące funduszy polskich w PLN, dane dotyczące funduszy szwajcarskich w CHF, dane dotyczące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

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

Ostatnie dziesięć lat

Okres ostatnich dziesięciu lat nie różnił się istotnie od danych dla krótszych okresów. W okresie 2012-2021 odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych, których stopa zwrotu była niższa od stopy zwrotu benchmarku, wahał się od 57,50% w Polsce do 100% w Holandii (por. poniższy wykres). W przypadku 15 analizowanych kategorii (62,5%) odsetek funduszy akcyjnych osiągających niższe od benchmarków stopy zwrotu przekraczał 80 procent. Najgorzej wypadły pod tym względem fundusze inwestujące w Holandii, Chile, strefie euro, Francji, regionie MENA oraz Arabii Saudyjskiej (90% lub więcej funduszy). Ogółem średni procentowy udział funduszy, których stopy zwrotu były niższe niż stopy zwrotu odpowiadających im indeksów, wyniósł 81,66%, zaś mediana 82,71%. Spośród czterech 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.

Dłuższe okresy

Okres 15-letni został uwzględniony jedynie w przypadku raportu SPIVA dla australijskiego rynku funduszy inwestycyjnych. W tym horyzoncie aż 83,74% aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych inwestujących na rynku lokalnym osiągnęło wynik inwestycyjny gorszy od indeksu S&P/ASX 200.

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 dwudziestu latach. 94,12% 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 dużych, średnich i małych spółek amerykańskich 90,30% wypracowało stopę zwrotu niższą od indeksu S&P Composite 1500.

Podsumowanie

Dane z raportów SPIVA z końca 2021 roku jednoznacznie wskazują, iż zdecydowana większość aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych inwestujących na rynku krajowym (oraz na wybranych rynkach regionalnych) nie uzyskuje stóp zwrotu wyższych od swoich benchmarków. Skuteczność pokonywania indeksów maleje wraz z wydłużaniem się horyzontu analizy – w przypadku danych rocznych średni odsetek aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych których absolutne stopy zwrotu okazały się gorsze od benchmarku wyniósł 65,82%, natomiast w przypadku ostatnich 10 lat było to aż 81,66%.

Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, iż na rynkach akcji w większości analizowanych krajów w ostatnich latach mieliśmy do czynienia z dobrą lub wręcz bardzo dobrą koniunkturą rynkową, w szczególności zaś w segmencie spółek o największej kapitalizacji. Jak pokazują badania S&P Dow Jones Indices takie warunki rynkowe nie sprzyjają aktywnie zarządzanym funduszom inwestycyjnym. W przypadku korzystnych warunków rynkowych powodem jest chociażby zjawisko określane jako cash drag, czyli konieczność utrzymywania części aktywów w postaci płynnej, co w oczywisty sposób nie pozwala w pełni wykorzystywać potencjału rynku (w przeciwieństwie do indeksu który – jako nieinwestowalny wskaźnik – ma zawsze 100-procentową ekspozycję). Z kolei ponadprzeciętnie wysokie stopy zwrotu największych spółek w ostatnich latach (czego dowodem są np. wysokie stopy zwrotu indeksu S&P 500 w stosunku do indeksów obejmujących amerykańskie średnie i małe spółki) powodują, iż menedżerowie aktywnie zarządzający portfelem, którzy na ogół konstruują je w sposób bliższy równoważonemu udziałowi wszystkich składników, niż kierują się kapitalizacją rynkową¹² (która jest niemal zawsze czynnikiem ważenia spółek w indeksach akcyjnych), stoją na z góry przegranej pozycji w porównaniu do benchmarków.

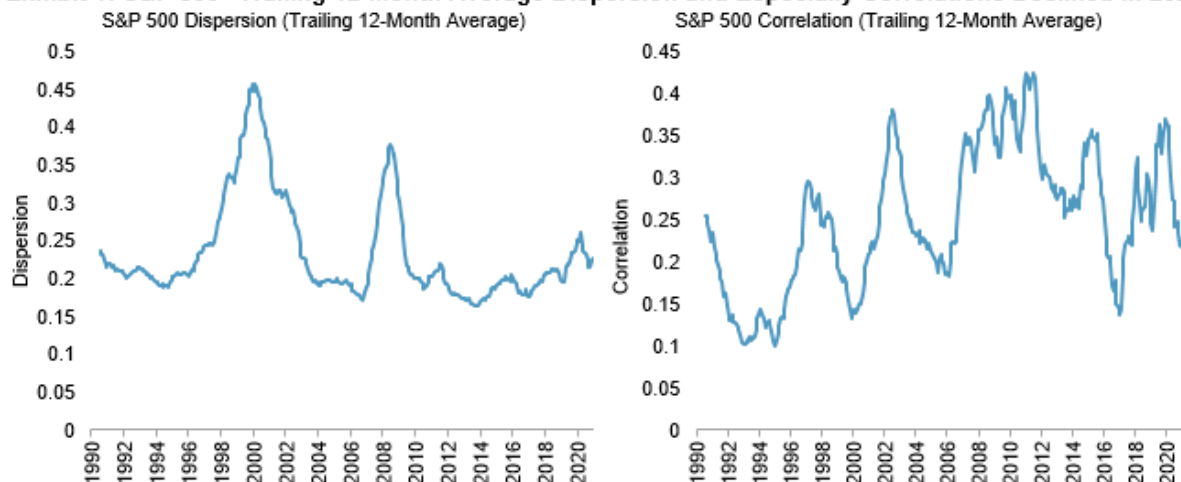
Rok 2021 był również okresem w którym obserwować było można nieznaczny spadek i stosunkowo niski stopień dyspersji na amerykańskim rynku akcji. Dyspersja jest miarą rozrzutu stóp zwrotu w ramach indeksu. W środowisku o niskiej dyspersji istnieją niewielkie różnice pomiędzy stopami zwrotu spółek tworzących portfel indeksu, natomiast w środowisku o wysokiej dyspersji różnice te są znaczące. Według analiz S&P Dow Jones Indices menedżerowie aktywnie zarządzający portfelami akcyjnymi mają większe trudności w pokonywaniu benchmarków w warunkach niskiej dyspersji, ponieważ trudniej jest wówczas pokrywać koszty stałe, takie jak opłaty za zarządzanie, koszty analiz, koszty transakcyjne, itp. Bardziej aktywni menedżerowie zwykle osiągają zatem gorsze wyniki gdy dyspersja jest niska, a różnica między najlepszymi i najgorszymi menedżerami zwiększa się wraz ze wzrostem dyspersji. Jak widać na poniższym wykresie (lewy wykres) 12-miesięczna krocząca dyspersja na amerykańskim rynku akcji w ubiegłym roku zmalała po wyraźnym wzroście rok wcześniej (choć w końcu 2021 roku zanotowała istotny wzrost, co stworzyło nieco lepsze warunki dla zarządzających), co oznaczało większe wyzwanie dla zarządzających funduszami akcyjnymi.

Poniższy wykres (prawy wykres) pokazuje również gwałtowny spadek wskaźnika korelacji stóp zwrotu w gronie największych amerykańskich firm w 2021 roku. Choć wysoka korelacja stóp zwrotu między akcjami wchodzącymi w skład indeksu jest często wskazywana jako czynnik sprzyjający aktywnemu zarządzaniu, zdaniem S&P Dow Jones Indices w praktyce jest odwrotnie – korzyści z dywersyfikacji portfela są mniejsze gdy korelacje są na wysokim poziomie. Dlatego też aktywni zarządzający powinni preferować ponadprzeciętne korelacje, ponieważ zmniejsza to koszt alternatywny skoncentrowanego portfela. Tymczasem średnia korelacja w ramach indeksu S&P 500 w 2021 roku znacząco się obniżyła w porównaniu z rokiem 2020.

¹² Wyjątek stanowią tzw. fundusze benchmarkowe oraz fundusze identyfikowane jako ukryci indeksatorzy (*closet indexers*) (czyli deklarujące aktywne zarządzanie i pobierające w związku z tym stosownie wysokie opłaty, podczas gdy w praktyce ich polityka inwestycyjna jest zbliżona do pasywnego inwestowania), których portfele w dużym stopniu pokrywają się z benchmarkowymi indeksami opartymi na kapitalizacji rynkowej.

Wykres. 12-miesięczna krocząca średnia dyspersja i korelacja dla indeksu S&P 500 w latach 1990-2021

Exhibit 1: S&P 500® Trailing 12-Month Average Dispersion and Especially Correlations Declined in 2021



Source: S&P Dow Jones Indices LLC and FactSet. Data from December 1991 through December 2021. Past performance is no guarantee of future results. Charts are provided for illustrative purposes.

Źródło: A. Ganti, *No Safe Harbor for Stockpickers*, 12.01.2022, <https://www.indexologyblog.com/2022/01/12/no-safe-harbor-for-stockpickers/>

Reasumując, warunki rynkowe – nie tylko w Stanach Zjednoczonych – raczej nie sprzyjały aktywnemu zarządzaniu w 2021 roku, co jednak nie może w pełni tłumaczyć bardzo wysokiego średniego odsetka aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych osiągających wyniki gorsze od benchmarku w minionym roku. Co ciekawe, nawet w relatywnie sprzyjającym aktywnemu zarządzaniu roku 2020 (kiedy np. dyspersja i korelacje na rynkach akcji istotnie wzrosły), większość menedżerów także okazywała się gorsza od indeksów, co dowodzi że prawdziwa umiejętność doboru akcji przez zarządzających funduszami jest wciąż dobrem stosunkowo rzadkim.

Na podstawie raportów SPIVA Scorecard obejmujących dane na koniec 2021 roku i analiz S&P Dow Jones Indices opracował:

Tomasz Miziołek

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.
