

# ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

**В. О. Мерсо<sup>1</sup>**

студент магистратуры Европейского университета в Санкт-Петербурге

**А. С. Сколкова**

студентка магистратуры Европейского университета в Санкт-Петербурге

## СТРАТЕГИИ ХЕДЖ-ФОНДОВ: ПРОШЛОЕ, НАСТОЯЩЕЕ, ОЖИДАНИЯ

### Введение

Хедж-фонды являются важным финансовым инструментом с объемом оперируемых активов порядка 2—3 трлн долл. В отличие от паевых фондов, их деятельность слабее регулируется законодательствами и включает широкий спектр техник торговли, включая леверидж и короткие продажи. Кроме того, хедж-фонды характеризуются меньшими ограничениями на ликвидность управляемых активов. Таким образом, хедж-фонды представляют собой институт, относительно свободный от государственного регулирования, и могут считаться наиболее «чистым» примером активно управляемых фондов (об особенностях хедж-фондов см.: (Lo, 2008, p. 1—6)).

В настоящей работе рассматриваются доходности различных стратегий хедж-фондов с 2003 по 2013 г. Этот период выбран потому, что он содержит два периода стабильно растущего рынка и драматический спад между ними, что позволяет нам сравнивать успешность различных стратегий до и после кризиса.

В своем исследовании мы ставили три основные задачи. Во-первых, дать описательную статистику различным стратегиям хедж-фондов на протяжении всего периода с 2003 по 2013 г. Для этого мы сопоставляли фонды по стандартным показателям средней доходности и волатильности, затем более детально остановились на анализе распределения доходностей в области отрицательных значений (падения). В этой же части работы мы составили рейтинги фондов по индексам Шарпа и Сортино.

Второй нашей задачей являлось сравнение успешности фондов в двух относительно стабильных для рынка периодах: с 2003 по 2008 г. и с 2009 по 2013 г. Для этого мы строили рейтинги стратегий по показателям риска-доходности и нижней волатильности и наблюдали, насколько относительные позиции различных стратегий согласно этим рейтингам меняются после кризиса.

Третьей нашей задачей являлось сравнение успешности хедж-фондов, ориентированных на Россию, с остальными. Необходимо уточнить, что ориентиро-

---

<sup>1</sup> Автор выражает благодарность Благотворительному фонду Владимира Потанина за предоставленную финансовую поддержку исследования.

ванные на Россию хедж-фонды не обязательно должны быть зарегистрированы в России: в нашу выборку были включены те, которые заявляют свою нацеленность на работу с российскими ценными бумагами (согласно данным базы Блумберг).

### Данные

В своей работе мы использовали следующие данные:

- Credit Swiss Database (месячные данные о доходностях более чем 9000 глобальных хедж-фондов, разделенных на группы по приоритетной стратегии);
- Bloomberg Database (месячные доходности по отдельным хедж-фондам, данные о текущих активах фондов и заявленной приоритетной стратегии)<sup>1</sup>.

Данные о текущих активах фондов, ориентированных на Россию, используются для получения агрегированных показателей доходностей по различным стратегиям ввиду необходимости дальнейшего их сопоставления с глобальными хедж-фондами.

### Глобальные стратегии хедж-фондов, 2003—2013 гг.

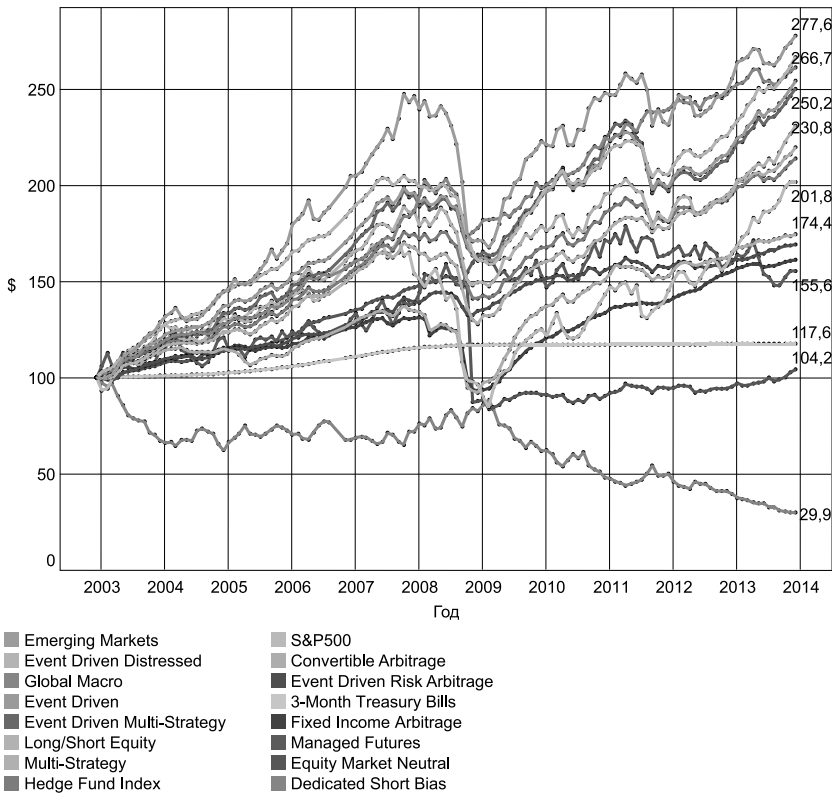
Начнем наш анализ с простого графика (рис. 1), на котором показаны результаты инвестирования фиксированной суммы (100 долл.) в хедж-фонды разных типов, если вложение было осуществлено в декабре 2002 г. сроком на 10 лет (L’Habitant, 2004, p. 36). К примеру, вложив средства в S&P, через 10 лет их можно было удвоить. В основном доходность хедж-фондов оказывалась немного выше доходности S&P, однако у некоторых — значительно ниже. Фонды Emerging Markets показали наилучшие результаты (270%). Высокую доходность демонстрировали также фонды Global Macro, Event Driven. Среди прочих стоит отметить Equity Market Neutral фонды (позволили сохранить номинальный объем вложенных средств) и Dedicated Short Bias (привели к потере 70 долл. на 100 долл. инвестиций).

Большинство индексов вели себя сходным образом: росли в период с 2003 по 2008 г., резко падали в кризис и постепенно восстанавливались после. Однако некоторые индексы продемонстрировали отличающееся поведение: так, Dedicated Short Bias, медленно и стабильно падающий с 2003 г., в кризис поднялся, а в последовавший более стабильный период снова стабильно падал. При этом Dedicated Short Bias является единственным индексом с нисходящим трендом. Заметим также, что характер поведения некоторых индексов явно изменился после кризиса: темп роста Equity Market Neutral существенно замедлился; в то же время на ряде других (Managed Futures and Event Driven Risk Arbitrage) экономический кризис существенно не сказался.

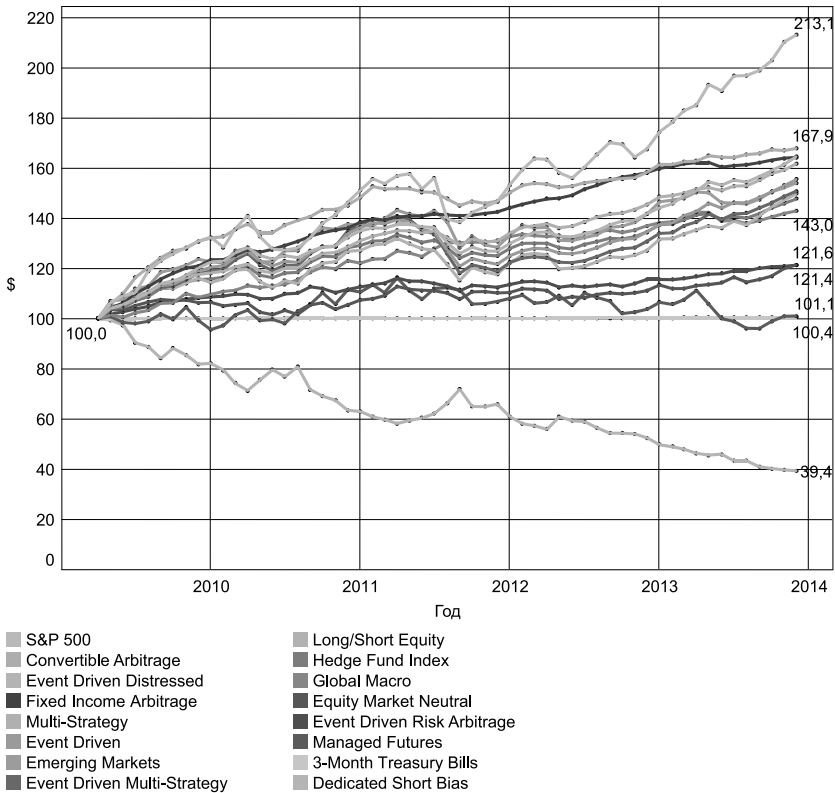
Полезно также взглянуть на аналогичный график отдельно для инвестиции на период с 2009 по 2013 г., когда рынок начал восстанавливаться после спада (рис. 2). В данном случае на лидирующих позициях оказываются уже другие индексы! Примечателен и тот факт, что ни один из них не оказался лучше индекса S&P. Посткризисный период определенно был не самым удачным для инвестиций в хедж-фонды.

На первом шаге рассмотрим простейшие показатели успешности стратегий хедж-фондов: годовую доходность и годовую волатильность, которые мы считаем обычным способом (L’Habitant, 2004, p. 36, 42).

<sup>1</sup> Выражаем благодарность Юлии Абакумовой (Market Risk Analyst, IFC) за предоставленные данные.



**Рис. 1. Рост стоцолларовой инвестиции**



**Рис. 2. Рост стоцолларовой инвестиции, 2009—2013 гг.**

Следующий рисунок дает хорошую иллюстрацию трейд-оффа между риском и доходностью (рис. 3).

На этом графике верхний левый угол наиболее предпочитаем. В дополнение к индексам хедж-фондов на нем показана линия, соединяющая точки государственных облигаций и S&P, расположение выше нее означает, что стратегия более успешна, чем традиционные способы инвестирования. Большая часть стратегий попадает в эту область (Global Asset и многие Event Driven фонды, Long/Short Equity и Multi-Strategy). Опять же отметим, что Emerging Markets, лидирующий по доходности, лидирует и в антирейтинге волатильности.

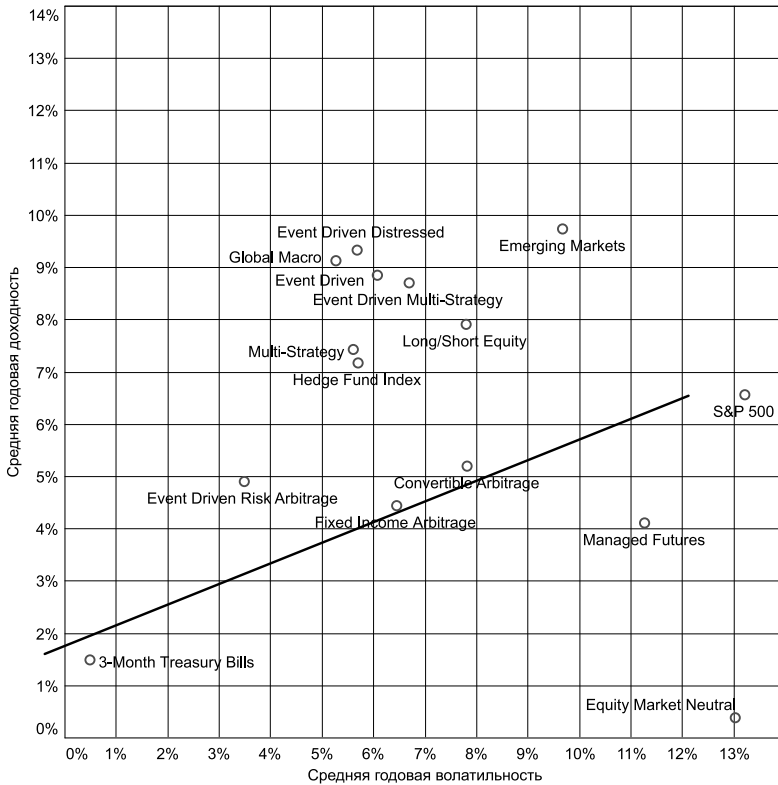


Рис. 3. Показатели риска доходности, 2003—2013 гг.

Видим, что по среднегодовой доходности хедж-фонды в среднем лучше S&P, притом что волатильность S&P среди представленных — практически максимальна (выше только у Dedicated Short Bias). В целом хедж-фонды обеспечивают более высокую доходность, чем S&P, при меньшей волатильности.

Принимая решение об инвестировании, важно понимать, какие потери можно понести в результате (L'Habitant, 2004, р. 49—51). Чтобы взглянуть на анализируемые стратегии с этой точки зрения, мы строили график, где по оси ординат — средние годовые потери, а по оси абсцисс — волатильность потерь (рис. 4).

На рис. 4 отсутствует Equity Market Neutral, поскольку он выпадает, располагаясь значительно правее всех остальных. Большая часть фондов сгруппирована около Индекса хедж-фондов (средние годовые потери порядка 16—21% и нижняя волатильность около 5—7%). Для большинства стратегии оказались значительно менее склонными к потерям, чем рынок в целом.

На следующем рисунке (рис. 5) различные стратегии изображены в осях: средние месячные потери — «частота потерь» (Jaeger, 2002, р. 214).

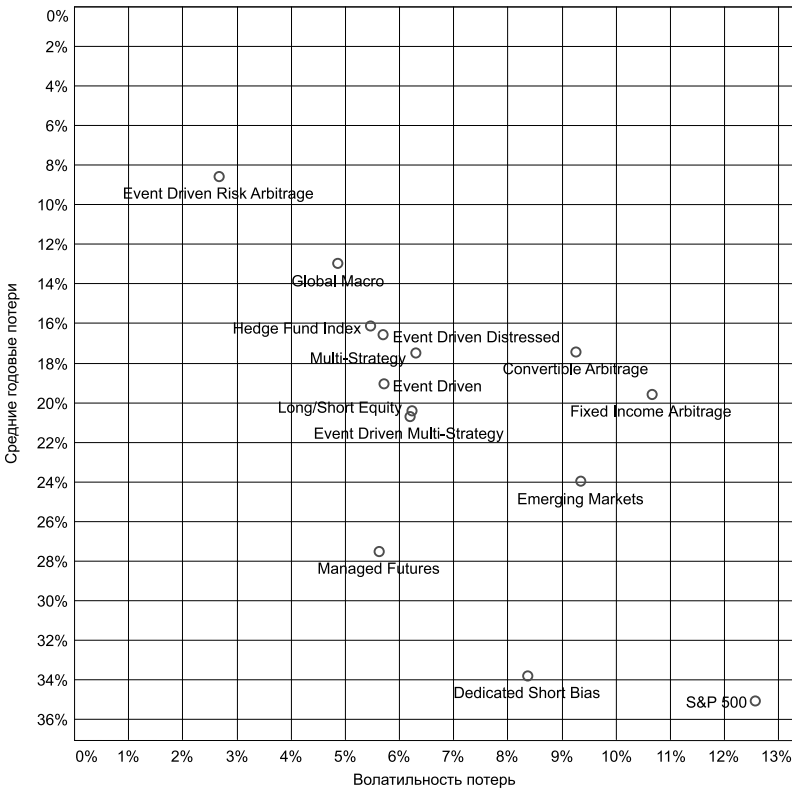


Рис. 4. Средние годовые потери волатильности потерь, 2003—2013 гг.

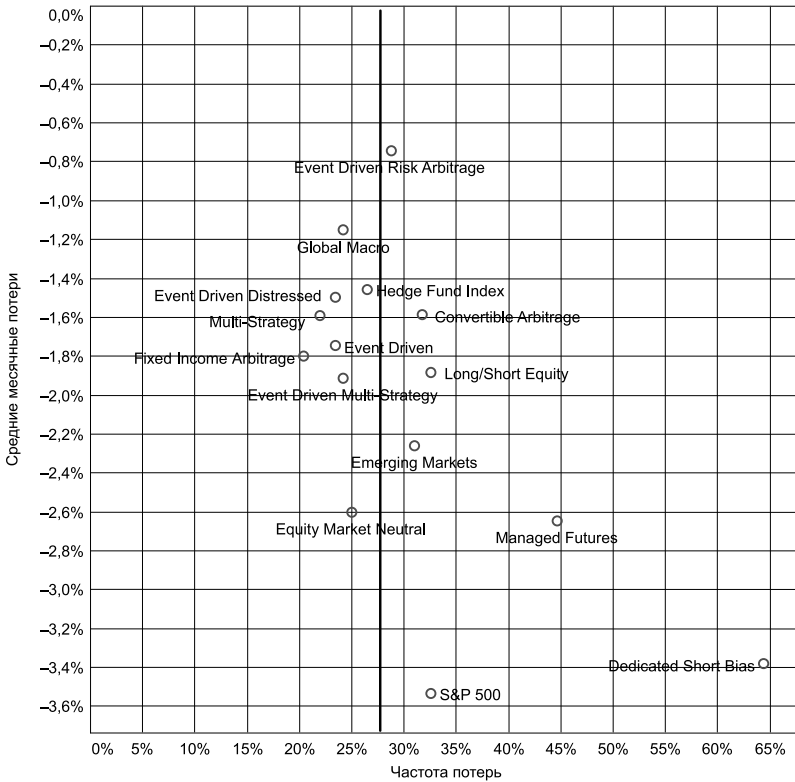


Рис. 5. Средние месячные потери и частота потерь, 2003—2013 гг.

Здесь опять же предпочтительным является верхний левый угол. Как обычно, хедж-фонды в основном лучше S&P, их средние месячные потери ниже и случаются реже. С данной точки зрения большинство стратегий близки между собой. Global Macro и Event Driven Risk Arbitrage оказываются наименее предрасположенными к потерям стратегиями, Emerging Markets и Equity Market показывают результаты похуже, но все равно обгоняют S&P 500. Managed Futures и Short Sellers несли потери чаще, чем рынок, хотя и меньшие по объему.

Теперь взглянем на стратегии в осях «средние месячные потери — средние месячные выигрыши» (Jaeger, 2002, р. 215). Из рис. 6 становится ясно, что для большинства стратегий средние месячные выигрыши близки к средним месячным потерям, исключения — Global Macro и Event Driven Risk Arbitrage.

На рис. 6 также видно, что объем потерь хедж-фондов в среднем выше. Из этого следует, что хедж-фонды полагаются скорее на частые, чем большие, выигрыши.

Так как хедж-фонды часто обещают «абсолютную доходность», независимую от состояния рынка, есть смысл посмотреть, удастся ли им поддерживать положительную доходность в то время, когда фондовый рынок США несет потери. По оси абсцисс на следующем графике отображена доля месяцев с положительной доходностью, а по оси ординат — средняя доходность во время «медвежьих рынков» (Jaeger, 2002, р. 217).

Определим среднюю доходность:

$$\text{Средняя доходность} = \bar{R}^m = \left[ \prod_{t=0}^{T-1} (1 + R_{t,t+1}) \right]^{\frac{1}{T}} - 1,$$

где  $T$  — это количество месяцев, когда S&P 500 имел отрицательную доходность, а  $R_{t,t+1}$  — доходность в эти месяцы.

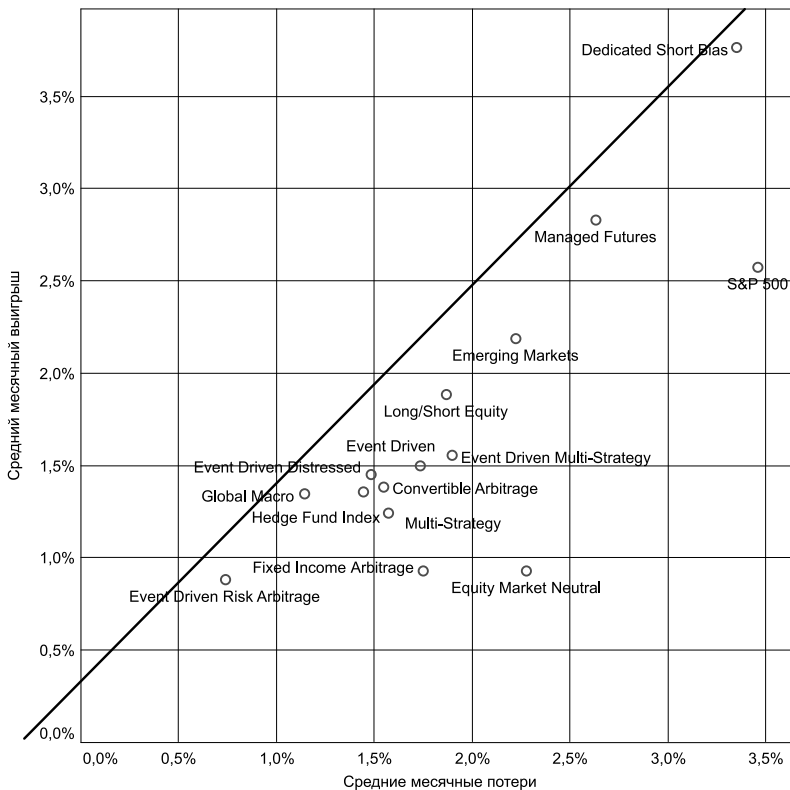
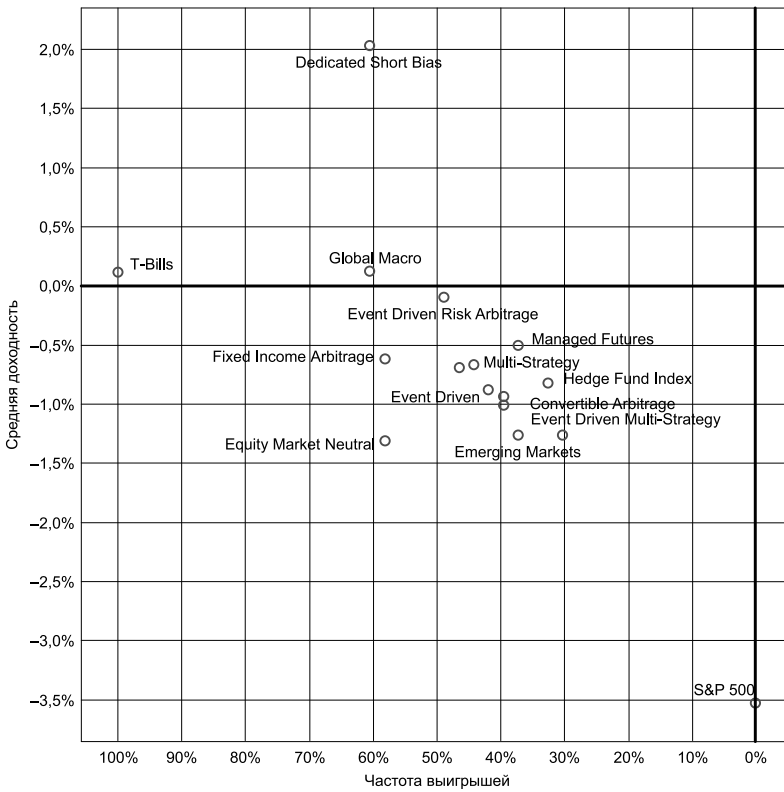


Рис. 6. Средние месячные потери и выигрыши, 2003—2013 гг.



**Рис. 7. Показатели стратегий в месяцы, когда фондовый рынок имел отрицательную доходность**

Из рис. 7 видно, что стратегии «макро» и «короткие продажи» имели в среднем положительную доходность в те месяцы, когда фондовый рынок имел отрицательную. «Событийно-ориентированный риск арбитраж» в то же время практически не нес потерь. Хотя большинству стратегий не удалось принести инвесторам «абсолютную доходность», в «медвежье» время они имели положительную доходность в 30—60% случаев и в среднем теряли в семь раз меньше денег, чем фондовый рынок в целом.

Выше мы исследовали такие аспекты деятельности хедж-фондов, как средняя величина убытков и их частота, а также восприимчивость к «медвежьим» рынкам, используя различные показатели риска и доходности. Такой подход позволяет нам сделать определенные выводы относительно поведения различных стратегий, однако не дает нам четкого критерия для определения успешных стратегий. В данном разделе мы составим рейтинги фондов на основе коэффициентов Шарпа и Сортино, которые позволят нам ответить на вопрос, какие стратегии были более успешными в рассматриваемый период (L'Habitant, 2004, p. 65). Мы рассчитываем коэффициенты обычным образом:

$$\text{Коэффициент Шарпа} = \frac{\bar{R}^a - \bar{R}_f^a}{\sigma^a};$$

$$\text{Коэффициент Сортино} = \frac{\bar{R}^a - \bar{R}_f^a}{\sigma_{down}^m},$$

где  $\bar{R}^a$  — средняя доходность стратегии;  $\bar{R}_f^a$  — средняя доходность казначейских билетов;  $\sigma^a$  — стандартное отклонение стратегии;  $\sigma_{down}^m$  — стандартное отклонение стратегии в месяцы с отрицательной доходностью.

Таблица 1

## Коэффициенты Шарпа и Сортино

Место	Индекс	Шарп	Сортино
1	Global Macro	1,45	1,57
2	Event Driven Distressed	1,38	1,37
3	Event Driven	1,21	1,29
4	Event Driven Multi-Strategy	1,08	1,16
5	Multi-Strategy	1,06	0,94
6	Hedge Fund Index	1,00	1,04
7	Event Driven Risk Arbitrage	0,98	1,28
8	Emerging Markets	0,85	0,88
9	Long/Short Equity	0,82	1,03
10	Convertible Arbitrage	0,47	0,40
11	Fixed Income Arbitrage	0,46	0,28
12	S&P 500	0,38	0,40
13	Managed Futures	0,23	0,46
14	Market Equity Neutral	-0,08	-0,05
15	Dedicated Short Bias	-0,80	-1,42

Коэффициент Шарпа показывает, сколько ожидаемой доходности на один процент волатильности приносит инвестиция. Он растет с увеличением доходности и падает с увеличением волатильности. Коэффициент Сортино оказывается выше у фондов, имеющих небольшие потери и без резких провалов.

Полученный рейтинг, в принципе, не содержит сюрпризов. Как обычно, индекс фондового рынка обгоняет только стратегии Managed Futures, Equity Market Neutral и Dedicated Short Bias. Самый лучший показатель демонстрирует Global Macro, большинство Event Driven стратегий имеют коэффициент выше единицы. Event Driven Risk Arbitrage за счет низких потерь занимает седьмое место по величине коэффициента Шарпа, но четвертое — по величине коэффициента Сортино. Convertible Arbitrage и Fixed Income Arbitrage показывают результаты немногим лучше рынка.

Результаты, полученные в этом разделе, позволяют нам сделать некоторые выводы относительно поведения различных стратегий хедж-фондов относительно индекса фондового рынка в период с 2003 по 2013 г.

График роста сто долларовой инвестиции дает нам в каком-то смысле самую важную информацию: сколько было бы у нас денег на счету в 2013 г., если бы вложили 100 долл. в 2003 г. Мы видим, что в среднем мы оказались бы несколько богаче, вложив деньги в хедж-фонд, чем если бы мы вложили деньги в рыночный индекс. Отдельные стратегии могли принести нам гораздо больший доход, но угадать их было бы непросто.

Показатели риска и доходности показывают нам, что большинство стратегий показали лучшие показатели, чем различные возможные комбинации «безрискового» актива и рыночного индекса. В рассматриваемый период хорошие результаты показали стратегии Global Macro, Emerging Markets и Event Driven, в то время как Fixed Income Arbitrage и Convertible Arbitrage были не особенно эффективны.

Хедж-фонды также имеют лучшие показатели, связанные с потерями, чем рыночный индекс. Показатели скошенности большинства стратегий сравнимы с соответствующим показателем индекса, что говорит о том, что потери в обоих случаях могут быть одинаковыми по объему. Средние потери, однако, у фондов



значительно меньше. То же можно сказать и о частоте потерь и потерях во время «медвежьих» рынков.

Мы также видим, что средняя доходность в те месяцы, когда она была положительной, у большинства стратегий меньше, чем средняя доходность в месяцы, когда она была отрицательной. Это говорит о том, что хедж-фонды достигали хороших показателей доходности путем частых приобретений, а не больших приобретений.

Некоторые стратегии зарабатывали деньги вполне определенным образом. Например, Event Driven Risk Arbitrage фокусировался на частых небольших приобретениях, в среднем больших по величине, чем потери. Fixed Income Arbitrage в среднем терял больше, чем приобретал, но приобретал гораздо чаще. Фонды, работающие с развивающимися рынками, и теряли, и приобретали очень много, но приобретали чаще. Такие особенности легко объяснимы. Event Driven фонды работают с ценными бумагами компаний, которые проходят процесс слияния. В таких случаях результат обычно известен заранее. Облигации приносят отрицательную доходность реже, чем акции. Наоборот, доходность акций компаний развивающихся стран гораздо менее предсказуема. Фондовый рынок в среднем выигрывал больше, чем большинство стратегий хедж-фондов, но его потери были более велики и случались чаще.

Период с 2003 по 2013 г. включает в себя два «бычьих рынка» и кризис между ними. Рассмотрение периода в целом позволяет нам увидеть ситуацию с высоты птичьего полета. Усредненные показатели за весь период менее подвержены влиянию конкретных исторических ситуаций, но в обмен на это мы теряем много деталей. В самом общем виде мы можем сделать следующие выводы. Во-первых, в принципе хедж-фонды могут показывать лучшие результаты, чем рынок. Во-вторых, более высокая средняя доходность хедж-фондов достигается не благодаря выигрышам большим, чем у рынка, а благодаря меньшим и менее частым потерям. Успешные стратегии — это в первую очередь те, которые хорошо контролируют свои потери.

### **Сравнение глобальных стратегий во время периодов роста 2003—2008 гг. и 2009—2013 гг.**

В предыдущем разделе мы сравнивали характеристики хедж-фондов с различными стратегиями за весь период. Следующий шаг — это поделить период на два «рынка быков», разделенных кризисом, а затем сравнить характеристики различных стратегий хедж-фондов в периоды с 2003 по 2008 г. и с 2009 по 2013 г.

Начнем с показателей риска и доходности (рис. 8). Буквы «F» и «S» отмечают показатели стратегии за первый и второй период соответственно.

В первую очередь мы замечаем, насколько сильно различается успешность различных стратегий хедж-фондов по сравнению с портфелями, составленными из «безрисковых» ценных бумаг и рыночного индекса. До кризиса ниже этой линии оказались только Fixed Income Arbitrage, Convertible Arbitrage, Managed Futures и Dedicated Short Bias (последние две стратегии не попали на график из-за их чрезвычайно большой волатильности). При этом агрегированный индекс хедж-фондов показал значительно лучшие результаты, чем «традиционные» портфели. После кризиса ситуация меняется: ниже линии оказалось значительное число стратегий, а агрегированный индекс оказался лишь незначительно выше ее.

Список лидеров также претерпел изменения. Fixed Income Arbitrage и Convertible Arbitrage из слабых стратегий перешли в сильные. Наоборот, Global Macro, Emerging Markets и Event Driven Distressed во втором периоде показали худшие результаты, чем в первом, хотя все равно оказались лучше «традиционных» портфелей.

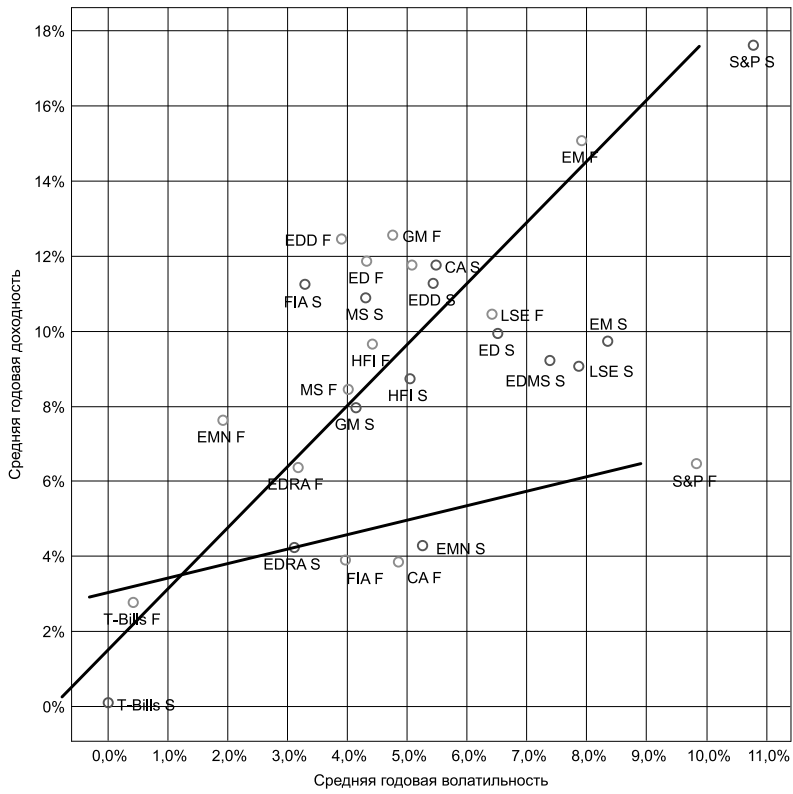


Рис. 8. Показатели риска и доходности: 2003—2008 гг., 2009—2013 гг.

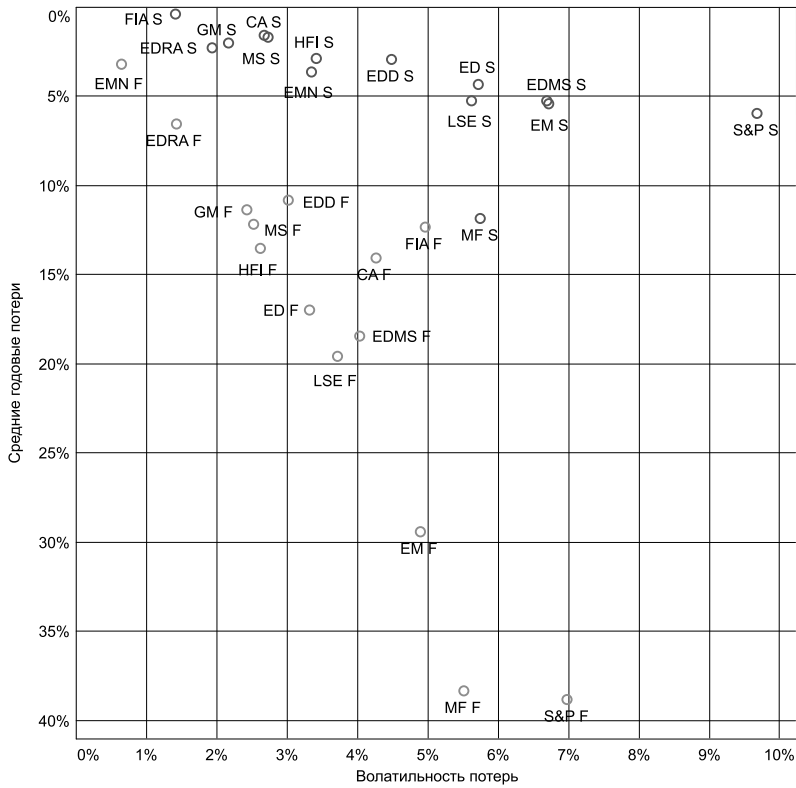


Рис. 9. Средние годовые потери и волатильность потерь: 2003—2008 гг., 2009—2013 гг.

Далее мы сравним показатели годовых потерь и волатильности потерь для двух периодов (рис. 9).

На рис. 9 хорошо видно, что характеристики стратегий до и после кризиса весьма различались. В первый период средние потери различных стратегий различались гораздо сильнее, чем во второй. При этом в среднем до кризиса хедж-фонды теряли меньше. Волатильность потерь отдельных стратегий также менялась, но в среднем осталась примерно на том же уровне. Поменялись также лидирующие стратегии. Бывшая одной из лучших до кризиса Equity Market Neutral стратегия стала гораздо более волатильной после (хотя средние потери остались примерно на том же уровне). С другой стороны, фонды, ориентированные на облигации, в первом периоде показывали средние результаты, а во втором вышли в лидеры. Также важно отметить, что в оба периода все стратегии (кроме Dedicated Short Bias, не попавшей на рис. 9) показали лучшие результаты, чем фондовый рынок.

Таблица 2

### Коэффициенты Шарпа и Сортино

2003—2008 гг.				2009—2013 гг.			
Место	Индекс	Шарп	Сортино	Место	Индекс	Шарп	Сортино
1	Equity Market Neutral	2,51	7,50	1	Fixed Income Arbitrage	3,38	7,85
2	Event Driven Distressed	2,47	3,20	2	Multi-Strategy	2,50	3,94
3	Event Driven	2,09	2,74	3	Convertible Arbitrage	2,12	4,35
4	Global Macro	2,05	4,03	4	Event Driven Distressed	2,05	2,49
5	Event Driven Multi-Strategy	1,76	2,22	5	Global Macro	1,90	3,62
6	Emerging Markets	1,55	2,51	6	Hedge Fund Index	1,71	2,53
7	Hedge Fund Index	1,55	2,61	7	S&P 500	1,62	1,81
8	Multi-Strategy	1,40	2,23	8	Event Driven	1,51	1,72
9	Long/Short Equity	1,19	2,06	9	Event Driven Risk Arbitrage	1,33	2,14
10	Event Driven Risk Arbitrage	1,13	2,50	10	Event Driven Multi-Strategy	1,23	1,36
11	S&P 500	0,37	0,53	11	Emerging Markets	1,15	1,43
12	Managed Futures	0,37	0,81	12	Long/Short Equity	1,14	1,59
13	Fixed Income Arbitrage	0,28	0,23	13	Equity Market Neutral	0,79	1,25
14	Convertible Arbitrage	0,22	0,25	14	Managed Futures	0,01	0,03
15	Dedicated Short Bias	-0,48	-0,92	15	Dedicated Short Bias	-1,27	-2,08

Коэффициент Шарпа, по сути, дает нам немного дополнительной информации по сравнению с графиками, но позволяет составить рейтинг стратегий. Несколько моментов обращают на себя внимание. Во-первых, величина коэффициентов возросла во второй период, но в первую очередь это отражает рост доходности «безрискового» актива. Во-вторых, после кризиса хедж-фонды показали худшие результаты относительно рыночного индекса. В-третьих, положение различных фондов в рейтинге значительно изменилось. Стратегия Equity Market Neutral упала с первого места на тринадцатое. Наоборот, фонды, ориентированные на облигации, поднялись с тринадцатого места на первое. Стабильнее всех оказались фонды, торгующие акциями компаний, находящихся в бедственном положении: в первый период они заняли второе, а во второй — четвертое место.

Активно управляемые фонды не могут избежать влияния общего состояния рынка. Это особенно заметно на графике, показывающем средние потери и волатильность потерь. Выше мы говорили о том, что хедж-фонды достигают высокой средней доходности путем ограничения потерь. Однако состояние рынка сильно поменялось после кризиса. Если в период с 2003 по 2008 г. средние потери рынка были очень велики, то с 2009 по 2013 г. они стали значительно меньше. Большинству стратегий по-прежнему удавалось сокращать потери по сравнению с рынком, но это уже не оказывало значительного влияния на доходность. В то же время рыночный индекс все так же имел более высокую среднюю положительную доходность, чем большинство стратегий. Этим можно объяснить меньшие успехи хедж-фондом во второй период.

Можно также увидеть влияние изменений в общей экономической ситуации на рейтинг. Для стратегии Fixed Income Arbitrage была выгодна активная политика Федеральной резервной системы. В то же время стратегии, ориентированные на мировые ценные бумаги, ощутили рост неопределенности в развивающихся странах. Event Driven фонды, вероятно, были ослаблены падением числа слияний после кризиса.

### Сравнение глобальных и «российских» стратегий, 2004—2013 гг.

В этом разделе мы сравним характеристики глобальных хедж-фондов с теми, которые ориентируются на Россию. Наша основная цель здесь — посмотреть, как специфические местные условия влияют на показатели уже знакомых нам стратегий. Мы рассмотрим только стратегии, присутствующие и среди глобальных, и среди «российских» хедж-фондов, а также стратегию, ориентированную исключительно на российские ценные бумаги.

Сначала рассмотрим обычные показатели риска и доходности (рис. 10).

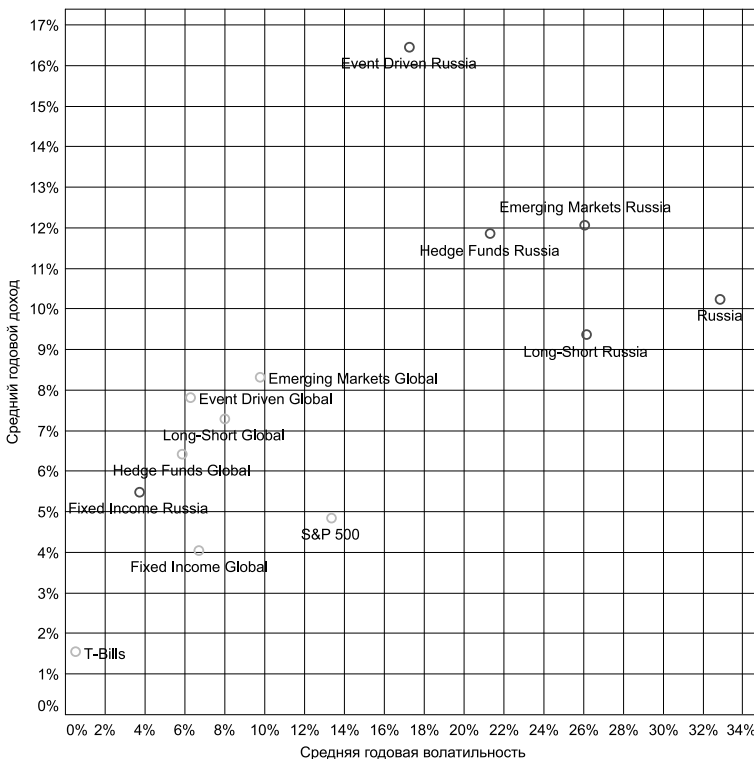


Рис. 10. Показатели риска и доходности

Обратим внимание на несколько особенностей. Во-первых, все глобальные и «российские» стратегии находятся выше линии, представляющей различные портфели «традиционных» ценных бумаг. Однако «российские» стратегии лежат ближе к правому углу, что позволяет охарактеризовать их как высокорисковые и высокодоходные. Единственное исключение — это Fixed Income Russia, обладающая самой низкой волатильностью среди рассматриваемых. Event Driven Russia имеет самую большую среднюю доходность из набора, а Russia — самую большую волатильность.

Далее, обратимся к графику, отражающему волатильность потерь и среднюю волатильность стратегий (рис. 11).

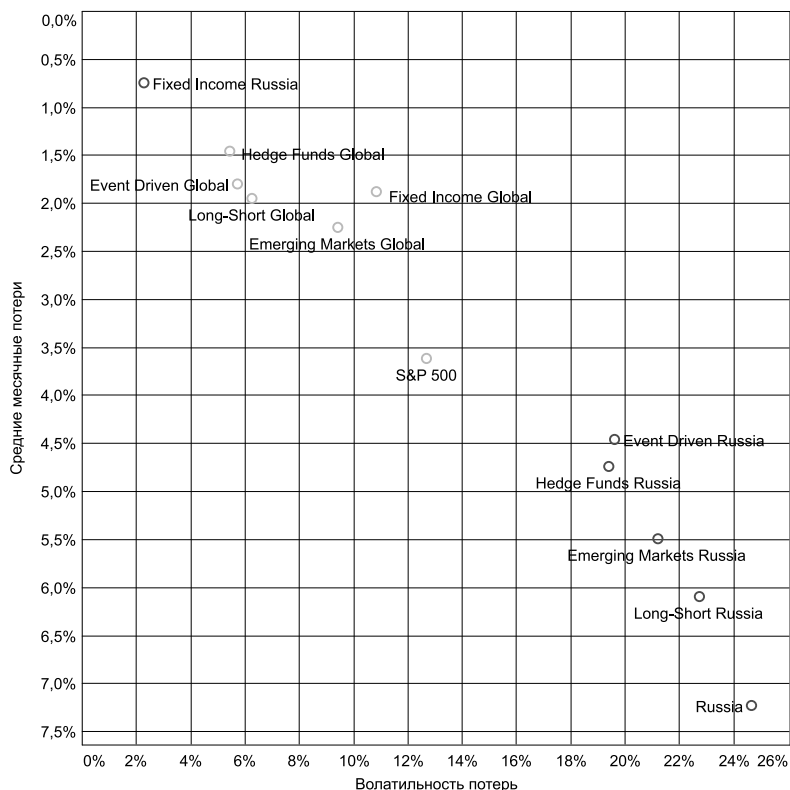


Рис. 11. Средние потери и волатильность потерь, 2004—2013 гг.

Различные стратегии на данном графике образуют практически прямую линию, с рыночным индексом посередине. Особенности глобальных и «российских» стратегий выражены довольно заметно: первые расположены в зоне с низкими средними потерями и низкой волатильностью потерь, а вторые, наоборот, с высокими.

Так как в данном случае мы сравниваем высокодоходные высокорисковые стратегии с менее доходными и менее рискованными, то коэффициент Шарпа дает нам важную информацию об оправданности риска инвестирования в «российские» хедж-фонды. Мы видим, что в рассматриваемый период риск действительно мог быть оправданным. Фонды, ориентированные на российские облигации, заняли первое место в рейтинге, в то время как глобальные фонды, работающие с облигациями, только девятое. Хорошо показали себя Event Driven стратегии: глобальные фонды заняли второе, а «российские» — третье место. Тем не менее несмотря на то, что отдельные «российские» стратегии показали очень хорошие результаты, их агрегированный индекс занял только седьмое ме-

Таблица 3

## Коэффициенты Шарпа и Сортино

Место	Индекс	Шарп	Сортино
1	Fixed Income Russia	1,719	1,059
2	Event Driven Global	1,100	1,001
3	Event Driven Russia	0,760	0,862
4	Hedge Funds Global	0,894	0,833
5	Long-Short Global	0,917	0,718
6	Emerging Markets Global	0,721	0,694
7	Hedge Funds Russia	0,531	0,483
8	Emerging Markets Russia	0,496	0,403
9	Fixed Income Global	0,231	0,372
10	Long-Short Russia	0,344	0,298
11	Russia	0,352	0,264
12	S&P 500	0,259	0,246

сто, в то время как индекс глобальных фондов — четвертое. Russia заняла одиннадцатое место. Все стратегии показали результаты лучше, чем рыночный индекс.

Хедж-фонды, работающие с российскими ценными бумагами, имеют выраженный высокодоходный высокорисковый характер. Это ожидаемо, так как по сравнению с рынками развитых стран российский рынок менее предсказуем и более волатилен. В течение рассматриваемого периода «российские» стратегии в среднем показывали неплохие результаты, несмотря на то что на них кризис 2008 г. отразился сильнее, чем на глобальных. Тем не менее плохие показатели стратегии, ориентированной исключительно на российские ценные бумаги (Russia), говорят о том, что диверсификация необходима для достижения хороших результатов. Из всех «российских» стратегий лучше всех показали себя Fixed Income и Event Driven. Представляется, что инвестиции в российские облигации можно сравнить с инвестициями в «бросовые облигации», неплохая доходность которых компенсируется риском катастрофического исхода, не отражающимся в волатильности. В рассматриваемый период, однако, этот риск не материализовался и стратегия приносила хороший доход.

Основным отличием «российских» стратегий (за исключением ориентированной на облигации) от глобальных является их попытка достигнуть большой доходности за счет увеличения выигрышей, а не уменьшения убытков. Это естественно, учитывая волатильность российской экономики, демонстрировавшей больший по сравнению с США рост, но понесшей также больший урон от кризиса. Такой подход можно считать достаточно успешным: «российские» стратегии имеют коэффициент Шарпа, вполне сравнимый с глобальными.

## Выводы

В самом начале мы определили три задачи нашей работы. Во-первых, мы хотели сравнить характеристики различных стратегий хедж-фондов в период с 2003 по 2013 г., используя большое число методов, в основном подразумевающих разложение доходности на положительную и отрицательную. Во-вторых, мы хотели сравнить характеристики стратегий в период до и после кризиса и посмотреть, насколько они были стабильны. В-третьих, мы хотели сравнить хедж-фонды, ориентированные на Россию, с глобальными.

В целом в рассматриваемый промежуток большинство стратегий хедж-фондов показывали лучшие результаты, чем рыночный индекс. Особенно хорошо проявили себя Global Macro и Event Driven стратегии. Мы можем лучше понять причины успехов хедж-фондов, посмотрев на их положительную и отрицательную доходности (выигрыши и потери) отдельно. Мы видим, что хотя рыночный индекс в среднем приобретал больше, чем фонды, но он также терял, причем больше и чаще. Сделаем вывод, что хедж-фонды полагаются не на большие, а на частые выигрыши, и в первую очередь на ограничение потерь по сравнению с рынком.

Чтобы проверить, применим ли этот вывод одинаково к периодам до и после кризиса, мы сравнили данные за периоды с 2003 по 2008 г. и с 2009 по 2013 г. Результаты показывают, что характеристики фондов в эти два периода, с одной стороны, очень разные, а с другой — похожи. Рейтинги фондов очень подвержены изменениям, и те из них, что были наверху в первом периоде, могли оказаться внизу во втором. Интересно, что Global Macro и Event Driven стратегии, занимавшие первые места в рейтинге за весь период, в отдельные подпериоды не были среди лидеров и характеризовались скорее стабильными, чем выдающимися характеристиками. Тем не менее, конечно, у нас нет никаких причин ожидать, что их результаты будут также стабильными в будущем. Общей чертой двух периодов является то, что положительная доходность хедж-фондов уступает рыночной, но их отрицательная доходность в среднем также была меньше. Мы считаем, что это свойство позволяет объяснить худшие результаты по сравнению с рыночным индексом во втором периоде. С 2009 по 2013 г. средние потери и волатильность потерь рынка были гораздо меньше, чем до кризиса. Поэтому несмотря на то, что хедж-фондам все равно удалось сократить потери, это не смогло компенсировать более низкую, чем у рынка, положительную доходность так, как это получилось в период с 2003 по 2008 г.

Стратегии, ориентированные на Россию, характеризуются высокой доходностью и высокой волатильностью, что типично для развивающихся рынков. В отличие от глобальных стратегий, они достигают высокой доходности не путем урезания потерь, а путем больших выигрышей. В рассматриваемый период риск, связанный с инвестициями в «российские» хедж-фонды, можно считать оправданным: их коэффициенты Шарпа и Сортино вполне сравнимы с аналогичными коэффициентами глобальных стратегий.

### Источники

*Jaeger R.* All About Hedge Funds. McGraw-Hill, 2002.

*L'Habitant F. S.* Hedge Funds: Quantitative Insights. The Wiley Finance Series, 2004.

*Lo A. W.* Hedge Funds: An Analytic Perspective. Princeton; Oxford, 2008.