

Робо-адвайзинг как замена финансовым советникам

Олег Шибанов, PhD (Российская экономическая школа и СКОЛКОВО)

*Центр исследования финансовых технологий и цифровой экономики
СКОЛКОВО-РЭШ*

В чём новостной повод? (май 2021)

- «Центробанк ужесточит контроль за применением инвестиционных роботов-советников и программ автоследования в банках. Регулятор проверит качество работы таких программ и предъявит их разработчикам требования по защите данных клиентов с 1 апреля 2022 года.
- «Как объяснили в ЦБ, это позволит увеличить прозрачность и доступность услуг, а также снизит риски манипулирования рынком. По данным регулятора, 90 % рекомендаций роботов-советников получают физлица.
- «Закон предусматривает, что инвестиционные советники должны предоставлять услуги на основании договора с клиентом и в соответствии с его профилем. Ответственность предусмотрена в том случае, если клиент понесет убытки из-за ненадлежащего поведения инвестсоветника.»

В чём ещё новостной повод? (апрель 2021)



Антихрупкость 2021

Стратегия или хайп:
зачем инвестировать
в финансовую
грамотность?

Советы великих

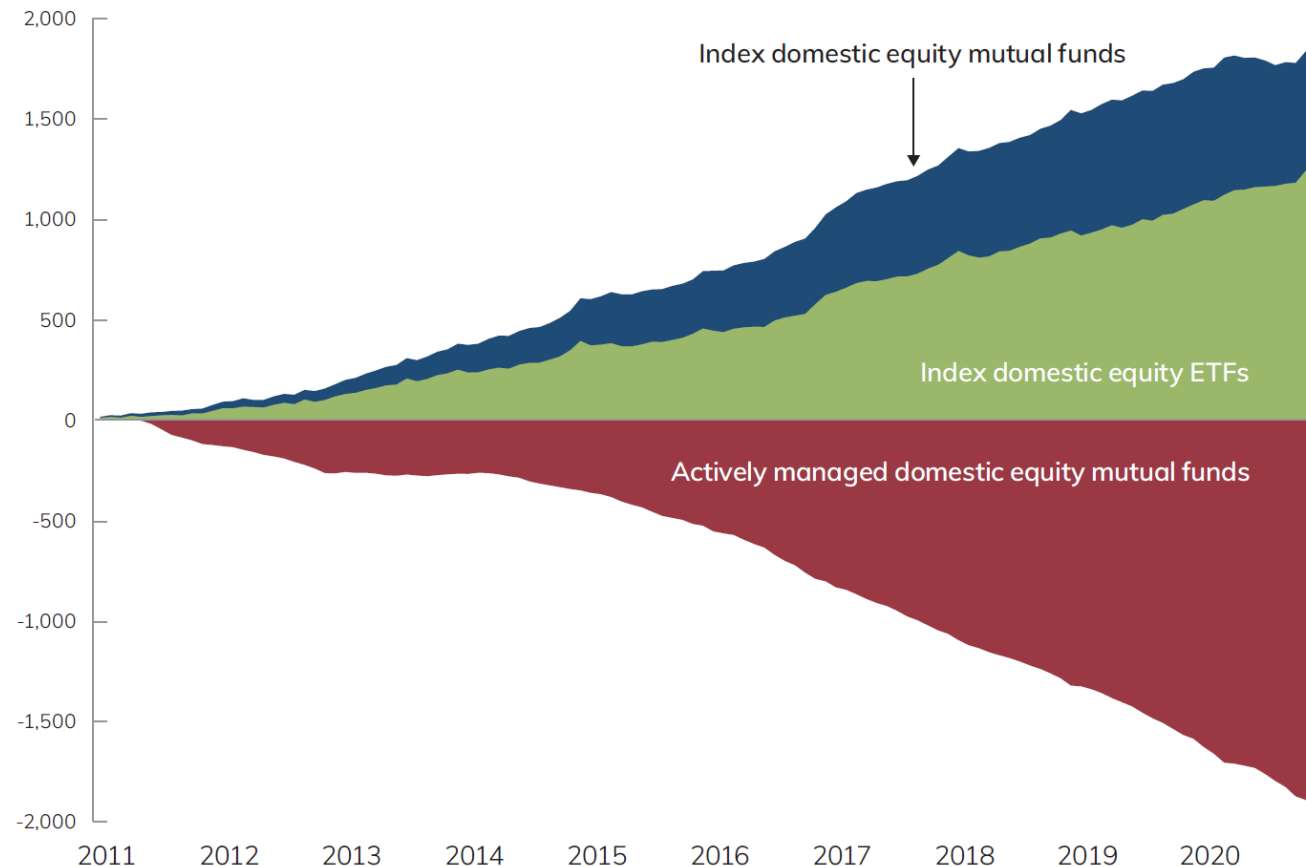
- Уоррен Баффет, 2013
(<http://www.berkshirehathaway.com/2013ar/2013ar.pdf>):
- «Мой совет...не может быть проще: инвестируйте **10% денег в краткосрочные гособлигации и 90% в недорогие индексные фонды S&P500**...Я уверен, что долгосрочные результаты...будут лучше, чем полученные большинством инвесторов..., использующих дорогих советников».

Что стало stylized fact в инвестициях?

- Последние годы в мире – значительный сдвиг в сторону пассивных выборов
- Но институциональные инвесторы всё ещё верят в свои способности выбирать менеджеров
- Робо-адвайзинг – дополнительная опция получить «хороший совет» для частного инвестора
- Идея Баффетта остаётся почти что лучшим вариантом

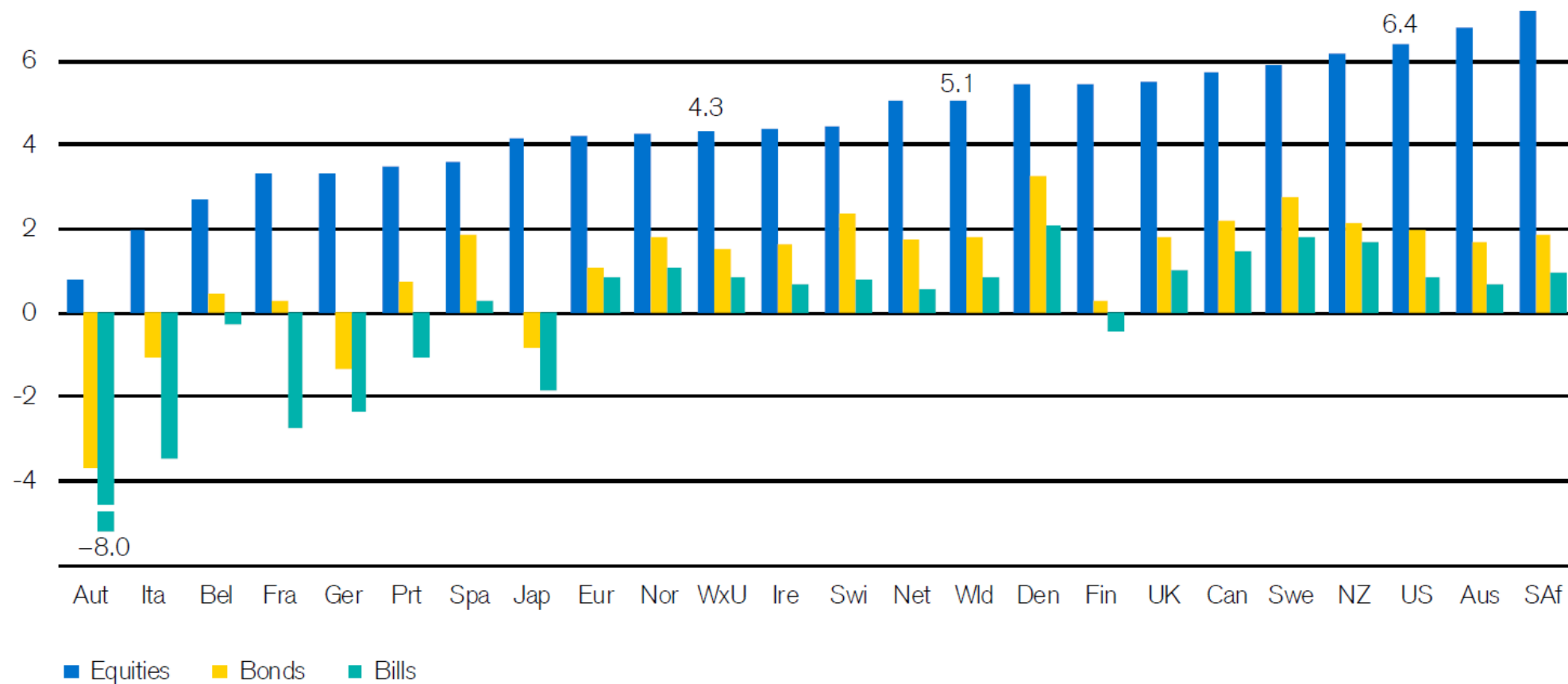
Some of the Outflows from Domestic Equity Mutual Funds Have Gone to ETFs

Cumulative flows to domestic equity mutual funds and net share issuance of index domestic equity ETFs, billions of dollars, monthly



Акции и облигации долгосрочно

Chart 5: Real annualized returns (%) on equities versus bonds and bills internationally, 1900–2016



Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, [Triumph of the Optimists](#), Princeton University Press, 2002, and subsequent research

Bessembinder et al. (2019): Do Global Stocks Outperform US Treasury Bills?

- Автор сравнивает 1-месячные доходности акций и 1-месячные облигации казначейства США
- Годы 1990-2018
- 30 стран, включая Россию
- Все акции, даже те компании, которые обанкротились впоследствии

Акции против облигаций в США и удачный выбор отдельных активов

- *«Публичные торгуемые акции сгенерировали более \$US 44.7 триллионов стоимости за 29 лет »*
- *«Лучшие 811 компаний (1.33% от всех) сгенерировали всю эту чистую прибавленную стоимость»*
- *«Вне США, лучшие 441 компании (1% от всех) сгенерировали 59.94% gross и 121.37% чистой добавленной стоимости среди неамериканских компаний»*
- *«Всего 40.5% акций показали buy-and-hold доходность, превышающую доходность одномесячных облигаций казначейства США за соответствующий период времени»*

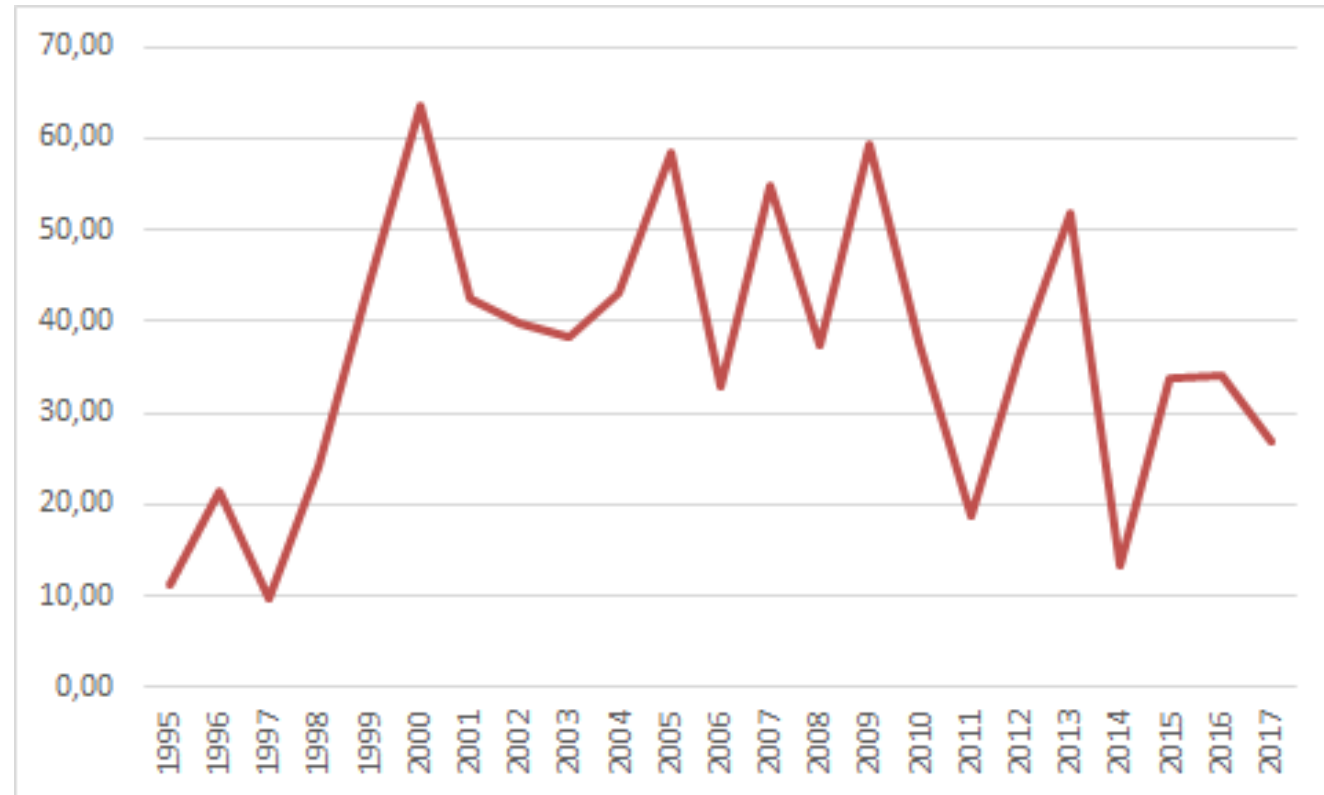
Large cap США: % переигрывающих S&P500 (Morningstar, SPIVA)

- Нет стабильности доходностей
- Некоторые фонды переигрывают рынок чуть больше года
- Но в среднем результаты в large cap слабые (по доходности – проигрыш 17 лет из 23)

<http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2015/02/mutual-fund-investing>

<http://www2.owen.vanderbilt.edu/nick.bollen/research/persist.pdf>

<https://wootrader.com/mutual-fund-performance/>



Результаты активного управления в США (2009)

«Несмотря на то, что среднемесячная доходность до издержек в годовом выражении равна 10.52%, коррекция на три фактора Фамы-Френча оставляет среднемесячную альфу в годовом выражении в -21 bp, и она снижается до -70.6 bp при учёте импульса.»

То есть:

Менеджеры теряют деньги по сравнению с пассивными стратегиями ещё до вычета издержек

Что с финтехом и частными инвестициями?

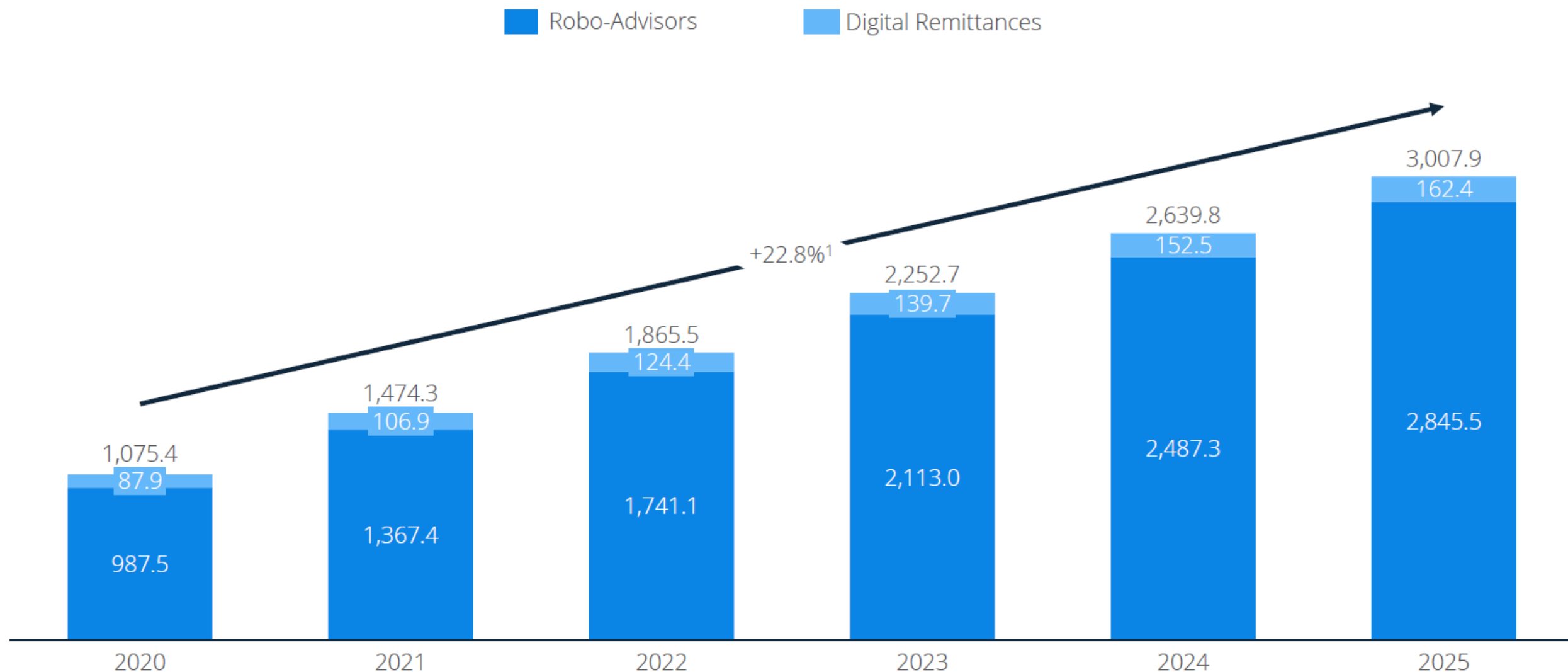
- На рынках, кроме финансовых советников, стали активнее работать робо-адвайзеры
- Это попытка использовать алгоритмический выбор «оптимального портфеля», чтобы инвесторы могли без больших сложностей получать удачные инвестиции
- Подразумевается, что инвесторы могут так получить дешёвый совет и оставаться с «пассивным портфелем»
- В России есть несколько подходов, в основном Финекса с банками

Какие есть проблемы?

- В мире робо-адвайзингом называют очень специфические вещи
- Ни в коем случае не «алгоритмическую торговлю»
- Ни за что не «активные инвестиции»
- Только очень осторожный, почти полностью пассивный подход, в основном через ETFs (exchange traded funds)
- У нас реклама кажется крайне противоречивой, и сильно путает клиентов

Робо-адвайзинг в мире, прогноз

Global transaction value forecast in billion US\$



Пример активного управления в России

<https://lenta.ru/news/2019/05/07/makingmonkeyes/>

«Инвестиции, сделанные по советам экспертов, принесли убыток в 9,7 процента, а акции, выбранные посредством **метания дротиков**, дали **прибыль в 11,1 процента.**»

<https://finside.ru/1775/>

Портфель обезьяны Лукерии **за 10 лет вырос в 7,5 раз**, в то время как самые крупные и известные фонды акций показали рост в 2,2 – 5,1 раз



бумаг Лукерия выбрала обыкновенные акции «Газпром нефти», «Полюс Золота», «Автоваза» и «Роснефти». Также она инвестировала в облигации «Сбербанка», «Сургутнефтегаза» и «Уралсвязьинформ».

Почему тогда деньги дают активным? (Австралия 2016)

- Для институциональных инвесторов это вопрос «личных отношений»
- «I guess it's really the people, the people, the people, the people.»

Активное управление нужно, потому что:

1. «Я умею выбирать хороших управляющих, а не средних»
2. «Активные стратегии добавляют альфу к пассивному портфелю»
3. «Мы исторически получали хорошие доходности, это доказательство»
4. «Активное управление выигрывает в некоторых ситуациях»
5. «Снижает риски падения, так как активные менеджеры успешно избегают такие моменты»

(и всё это неточно, как показывают данные)

А как принимают решения люди? (Австралия 2018)

- «Доверие»
- Финансовые решения сложные = нужен совет
- Идут либо к «финансовому советнику», либо «к друзьям», либо «к финансовым организациям»
- Это требует регулирования: например, как в США (1 октября 2019) – теперь CFP советник обязан ставить интересы пользователя на первое место
- То есть в том числе – советовать более дешёвые опции, индексные фонды и ETF

Насколько эти роботы серьёзно **работают с запросом клиентов? (2018)**

- Похоже, что не очень
 1. Проверка для нескольких сервисов США, Великобритании и Германии показала, что из 10 заданных вопросов используется для категоризации только 60%
 2. Алгоритмы категоризации очень простые и не соответствуют современным знаниям про психологию инвестиций
 3. Инвестиционные портфели получаются «консервативными», с большой долей в облигации

Насколько эти роботы могут заменить **финансового советника? (2020)**

- Кажется, что отлично могут (в США)
 1. После появления выбора целая группа инвесторов переключилась на робо-адвайзеров и не вернулась обратно
 2. Особенно часто переходили те люди, которые опасаются обмана со стороны инвестиционной организации («встроенный конфликт интересов»)

Поможет ли робо-адвайзинг? (США 2019)

- Влияние сильно зависит от начальных условий
- Если люди уже выбирали диверсифицированные инвестиции, то улучшений меньше
- То есть их хорошо предлагать менее диверсифицированным инвесторам (менее 10 акций)

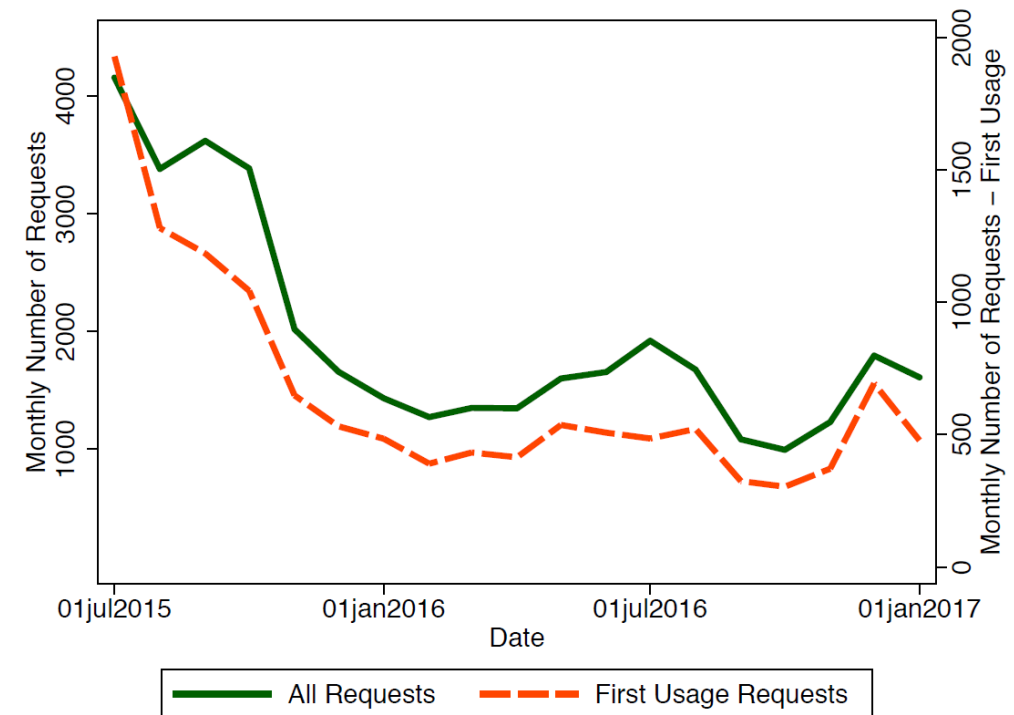


Figure 1: Number of Individual Requests to Use the Portfolio Optimizer over Time

Поможет ли робо-адвайзинг? (США 2019)

Плюсы:

1. Диверсификация и доходность улучшается у самых концентрированных
2. Все поведенческие ошибки (disposition effect, trend chasing, and the rank effect) снижаются

Минусы (для диверсифицированных):

1. Диверсифицированные начинают больше торговать и из-за этого чуть больше терять
2. Количество акций в портфеле падает

Российские реалии (2021)

- Похоже на США, Великобританию и Германию
 1. «Мы решили проверить, что же советуют роботы, встроенные в брокерские приложения «Тинькофф», ВТБ и «Финама». Спойлер: они оказались слишком консервативны, но при этом недостаточно диверсифицировали портфели. Впрочем, отдельные их идеи эксперты одобрили.
 2. «В целом у всех портфелей низкая диверсификация, а значит, растет вероятность отклонения доходности от среднерыночной.
 3. «Чтобы сформировать портфель действительно под клиента, нужен детальный анализ его риск-профиля, а зачастую определить его можно только во время личной беседы, считает Савенок: «Клиенты и сами не всегда понимают вопросы по рискам, которые им задает робот. И отвечают, как думают. В беседе же выясняется, что клиент не осознавал риски инвестирования в отдельные акции, к примеру. Или в мусорные облигации»

Выводы

- Активные инвестиции выглядят довольно слабо или сложно
- Выбор отдельных активов – искусство, недоступное большинству
- Робо-адвайзинг помогает ограниченно, но может снизить поведенческие ошибки
- Простой, желательно индексный и сосредоточенный на акциях метод инвестирования часто приносит больше доходности в течение времени
- В России пока похоже на другие страны, консервативно и немного неидеально