



Научный подход

ВНИМАНИЕ, ГЭП

С чем связан разрыв между
доходностями фондов и их
инвесторов

О чём это исследование

Инвесторы нередко обнаруживают, что результат их вложений в тот или иной паевой инвестиционный фонд может отличаться от доходности самого фонда. Такой разрыв, или гэп, между доходностью фонда и доходностью инвестора возникает из-за того, что помимо динамики фонда на результат вложений инвестора влияют выбор времени входа или выхода из фонда и объем сделок. Мы решили рассмотреть этот феномен детальнее, оценить его масштабы для разных розничных фондов, разобраться, от чего зависит величина гэпа, а главное — определить, какие стратегии поведения инвесторов могут снизить риски потерь в доходности из-за неверного тайминга или других поведенческих ошибок.



Ирина Кривошеева

генеральный директор УК «Альфа-Капитал»

«Выводы экспертов в целом подтверждают преимущества системного подхода перед ситуативным принятием инвестиционных решений. Исследование позволяет оценить степень влияния поведенческих паттернов на фактические доходности вложений в фонды, а главное — указывает пути минимизации непрогнозируемых эффектов для пайщиков. Подобные научные работы приобретают особое значение в условиях рекордных притоков средств в розничные ПИФы, поскольку могут помочь частным инвесторам действовать грамотнее с первых шагов на рынке».



Александр Абрамов

заведующий лабораторией анализа институтов
и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС

«В нашем исследовании, пожалуй, впервые для российского рынка на системном уровне изучена разница между доходностью портфелей фондов и доходностью вложений в них у инвесторов, вызываемая нерациональным выбором моментов входа или выхода из фонда. Средние потери доходности у инвесторов на нашем рынке оказались относительно умеренными и сопоставимыми с показателями аналогичных фондов в США. Тем не менее риски по отдельным фондам могут быть существенно выше средних уровней, что показывает значимость стратегий регулярных взносов в фонды для снижения рисков для долгосрочных инвесторов».

Авторы исследования: Абрамов А.Е., Чернова М.И., Зарецкая М.С.

Содержание:

- **Что такое гэп**
- **Описание выборки и методология**
- **Гэпы в открытых фондах**
- **Гэпы в биржевых фондах**
- **Особенности гэпов в 2022–2025 гг.**
- **Выводы для инвестора**

Что такое ГЭП

Многочисленные зарубежные исследования показывают, что в силу различных поведенческих ошибок доходность у инвестора нередко уступает доходности самого фонда. Чтобы объяснить, как образуется разрыв между доходностью фонда и доходностью у инвестора, рассмотрим пример вымышленного фонда с тремя инвесторами. Предположим, что фонд работал шесть лет и не имеет издержек.

Пусть в самом начале формирования фонда (период 0) Инвестор 1 вложил в него 100 рублей, купив 100 паев по 1 рублю. Через год фонд заработал 7%, и к нему присоединились Инвесторы 2 и 3, вложившие 10 000 и 200 рублей. В последующие годы доходность фонда менялась — от 1% до 50%, — что вызывало у инвесторов типичные поведенческие реакции: увидев высокий доход, инвесторы увеличивали вложения, а затем, под влиянием низких результатов, забирали средства из фонда. Наконец, в шестой год доходность фонда вновь составила лишь 1%, что побудило инвесторов потребовать полного погашения паев.

Итоговые значения для чистого денежного потока инвесторов, инвестиционного дохода фонда, а также значения СЧА и стоимости пая на конец каждого года приведены в таблице 1.1. Денежные потоки отражены с точки зрения инвестора, то есть вложение денег инвестор воспринимает как отток (отрицательное значение), а погашение паев — как приток (положительное значение).

Год	Чистый денежный поток Инвестора:				Инвестиционный доход		СЧА на конец периода	Стоимость пая
	1	2	3	Итого	В %	В рублях		
0	-100,0				-100,0		100,0	1,00
1		-10 000,0	-200,0	-10 200,0	7%	7,0	10 307,0	1,07
2	50,0			50,0	3%	309,2	10 566,2	1,102
3	-1 000,0	-1 000,0	-1 000,0	-3 000,0	30%	3 169,9	16 736,1	1,433
4		10 173,7	1 024,4	11 198,1	1%	167,4	5 705,3	1,447
5			384,1	384,1	50%	2 852,7	8 173,8	2,171
6	1 649,9	6 605,7		8 255,6	1%	81,7	0,0	2,192

Таблица 1.1. Моделирование вымышленного фонда и поведенческих аспектов инвесторов

Теперь рассчитаем *buy-and-hold* доходность фонда (BH), то есть ту доходность, которую инвесторы чаще всего наблюдают в ключевых информационных документах, а также агрегаторах или приложениях. Это **средняя геометрическая доходность** — или средний геометрический прирост стоимости пая фонда за исследуемый временной горизонт:

$$Buy \& Hold \ Return = BH = \left(\left(\frac{\text{Стоимость пая}_{\text{конец периода}}}{\text{Стоимость пая}_{\text{начало периода}}} \right)^{\frac{1}{\text{Количество лет}}} - 1 \right) \times 100$$

На примере вымышленного фонда доходность равна:

$$BH = \left(\frac{2,192}{1,000} \right)^{\frac{1}{6}} - 1 = 13,977\%$$

Таким образом, если бы выдуманный фонд присутствовал на разного рода информационных ресурсах, то инвесторы видели бы следующую информацию: 1% за последний год и **13,977% в год** за 6 лет. Это **результат инвестирования всей суммы при формировании фонда** и удержания ее внутри фонда в течение всего периода.

Несколько более сложным представляется расчет доходности у среднего инвестора фонда, **ведь инвесторы редко вносят средства однократно**. Чаще они докупают или продают паи в зависимости от потребностей в ликвидности, рыночного фонда, советов в социальных сетях и пр. В связи с этим используется механизм модели дисконтированных денежных потоков, которая позволяет учитывать многократные пополнения и выводы денежных средств. Доходность у инвестора тогда сводится к классической внутренней норме доходности (internal rate of return, или IRR), которая рассчитывается как решение уравнения, приравнивающего приведенную стоимость всех потоков и итоговый результат к нулю. Ставка дисконтирования, при которой это уравнение решается, и есть доходность у инвестора, или доходность, взвешенная по деньгам:

$$\sum_{t=0}^n \frac{\text{Чистый денежный поток}_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

Рассмотрим расчет IRR на примере вымышленного фонда. Начнем с агрегированного чистого денежного потока по всем инвесторам. Именно такую оценку мы провели по всем российским ПИФам, так как косвенно оценить возможно лишь суммарные показатели, или так называемого среднего инвестора.

Выпишем уравнение, которое требуется решить, подставляя итоговые потоки из таблицы 1.1:

$$\frac{-100}{(1+IRR)^0} + \frac{-10\,200}{(1+IRR)^1} + \frac{50}{(1+IRR)^2} + \frac{-3\,000}{(1+IRR)^3} + \frac{11\,198,1}{(1+IRR)^4} + \frac{384,1}{(1+IRR)^5} + \frac{8\,255,6}{(1+IRR)^6} = 0$$

Решением этого уравнения является ставка доходности **12,625%**, что ниже доходности фонда в 13,977% на том же горизонте. Таким образом, в нашем примере средний инвестор получает доходность **на 1,352 п. п.** ниже доходности фонда.

Это и есть поведенческий ГЭП:

$$GAP = BH - IRR$$

i **Отрицательный ГЭП** означает, что за рассматриваемый период доходность у инвестора была выше доходности фонда, **положительный**, наоборот, показывает, что доходность у инвестора по вложениям в инвестиционные паи ПИФа уступила доходности самого фонда.

Так как в используемом примере есть информация по отдельным инвесторам, для полноты картины приведем и их внутренние доходности и рассчитаем разрывы (таблица 1.2).

Год	Чистый денежный поток			Прирост стоимости пая
	Инвестор 1	Инвестор 2	Инвестор 3	
0	-100,0	0,0	0,0	-
1	0,0	-10 000,0	-200,0	7%
2	50,0	0,0	0,0	3%
3	-1 000,0	-1 000,0	-1 000,0	30%
4	0,0	10 173,7	1 024,4	1%
5	0,0	0,0	384,1	50%
6	1 649,9	6 605,7	0,0	1%
Доходности				
	IRR каждого инвестора			BH фонда
	14,695%	12,562%	10,362%	13,977%

Таблица 1.2. Пример расчета доходности у отдельных инвесторов с разными стратегиями распределения капитала во времени в один и тот же фонд

Из трех инвесторов у двух доходность оказалась ниже доходности фонда. Это связано с неверным выбором момента для инвестиций: оба инвестора внесли дополнительные инвестиции уже после того, как фонд показал доходность 30% за третий год своего существования, пропустив, таким образом, этот удачный год. Различия в доходности между инвесторами также объясняются очень просто.

- После того как фонд в четвертом периоде показал очень низкую доходность, **Инвестор 3** не выдержал и закрыл позицию.
- В то же время **Инвестор 2** оказался более терпеливым, подождал с выводом денег еще один год и получил доходность 50%, достигнутую в пятом периоде.
- Но самым терпеливым оказался **Инвестор 1**: после первого неудачного года он вывел лишь часть средств, после четвертого года не вывел средства и «поймал» доходность 50%. Именно это и позволило ему получить доходность выше остальных инвесторов и выше самого фонда.



Описание выборки и методология

В исследовании использовались данные InvestFunds о 506 открытых фондах акций и облигаций на горизонте с января 2005 г. по август 2025 г. и о 83 биржевых фондах аналогичных категорий с января 2021 г. по август 2025 г. В выборку включены только те фонды, которые работали как минимум один день в каждом месяце рассматриваемого периода.

Тип фонда	Количество фондов в выборке	Среднее время жизни за период рассмотрения, лет
Открытые, облигаций	178	7,61
Открытые, акций	328	8,69
Биржевые, облигаций	32	2,32
Биржевые, акций	51	2,17

Таблица 2.1. Выборка паевых инвестиционных фондов в России

Поведенческий разрыв, или гэп, рассчитан как разница между доходностью фондов (ВН) и фактической доходностью вложений инвесторов (IRR).

Фактическая доходность для инвесторов, в свою очередь, была смоделирована на основе реальных данных о сводных денежных потоках в фонды.

Мы рассчитали поведенческий разрыв для разных типов фондов и проследили его динамику во времени. Для этого использовался подход «скользящих окон»: показатель рассчитывается на перекрывающихся временных выборках, которые последовательно сдвигаются вперед. Такой метод снижает влияние отдельных дат на результат и позволяет увидеть устойчивые закономерности. Для открытых ПИФов применялись пятилетние окна, сдвигающиеся на один год. Для биржевых фондов и дополнительного анализа на более коротком горизонте — годовые окна со сдвигом на полгода.

Чтобы понять, почему доходность для инвесторов отличается от доходности фондов, мы также разбили гэп на компоненты, отражающие как поведение инвесторов (неправильная оценка перспектив фонда или чрезмерная ориентация на прошлую доходность), так и особенности структуры актива.

Кроме того, мы смоделировали три возможные поведенческие стратегии, чтобы оценить, как инвестор может улучшить потенциальный результат инвестиций:

- **стратегия единовременных вложений, или стратегия «Купи-и-держи»** (Lump-Sum Investing, LSI) — инвестор вкладывает всю сумму сразу и не меняет позицию до конца инвестиционного горизонта. В этом случае доходность для него будет сопоставима с логикой расчета доходности фонда;
- **стратегия равномерного инвестирования** (Dollar-Cost Averaging, DCA) — инвестор покупает пая на фиксированные суммы через равные промежутки;
- **стратегия стоимостного усреднения** (Value Averaging, VA) — инвестор заранее определяет желаемую стоимость портфеля в конце инвестиций и рассчитывает, на сколько примерно ему нужно пополнять портфель, учитывая полученную доходность в промежуточные периоды, чтобы ее достичь. Такой подход позволяет гибко корректировать портфель и не привязан к фиксированным взносам.

Более подробное описание расчетов и допущений — в приложениях А–Г.

ГЭПЫ В ОТКРЫТЫХ ФОНДАХ

Наши расчеты на пятилетних периодах показывают, что на горизонте с 2005 г. по август 2025 г. инвесторы в среднем отставали от открытых фондов акций **на 0,87 п. п.** в год, от облигационных фондов — **лишь на 0,29 п. п.** В случае с фондами облигаций среднегодовой разрыв не поднимался выше 2 п. п., а в отдельные периоды был отрицательным, то есть доходность у инвесторов незначительно отличалась от доходности фондов.



Рисунок 3.1. Разрывы доходностей для открытых фондов акций и облигаций

По сравнению с облигациями **фонды акций демонстрировали значительно большие колебания гэпа во времени**. Волатильность среднегодового разрыва для акций почти вдвое выше, межквартильный размах IQR (разброс средних 50% значений) также сильно различается, что подтверждает: **цена поведенческих ошибок на рынке акций выше**. Тем не менее стоит отметить, что разрыв по российским фондам акций (0,87 п. п.) оказался ниже среднего гэпа по американским фондам (1,2 п. п.).

Любопытно, что в период восстановления после мирового финансового кризиса 2008 года (с учетом пятилетнего окна на графике соответствует концу 2014 года) наблюдался редкий эффект: пайщики могли получить доходность **примерно на 5 п. п.** выше, чем фонды акций. Другими словами, активная стратегия вложений и изъятий средств в тот период была успешнее простого удержания позиций.

Тип	Средний гэп, %	Стд. отклонение, %	Мин., %	Макс., %	Медиана, %	IQR, %
Акции	0,87	7,21	-43,36	39,95	1,27	4,79
Облигации	0,29	4,59	-35,18	15,69	0,49	2,07

Таблица 3.1. Описательная статистика разрывов

Причины разрыва в доходности

В зависимости от характеристик конкретного фонда, а также состояния финансового рынка размер гэпа может быть разным ([подробнее — в приложении В](#)).

- Открытые фонды акций, приобретаемые **в период повышенной волатильности рынка**, создают риск для инвестора не получить доходность на уровне той, что показывает сам фонд, в то время как в фондах облигаций, наоборот, в фазы высокой волатильности гэп снижается.
- Инвесторы **в более крупные фонды**, особенно в фонды акций, чаще проигрывают доходности фондов, чем пайщики более мелких фондов.
- Ставка RUONIA** имеет положительное влияние только на гэп в фондах облигаций: чем выше ставка, тем больше инвестор проигрывает фонду. В ПИФах акций зависимость между указанными показателями является отрицательной — при более высокой ставке гэп уменьшается.
- Величина поведенческого разрыва **в прошлых периодах** оказывает влияние на текущий уровень гэпа в фондах акций и при прочих равных увеличивает его, но в фондах облигаций такой взаимосвязи не обнаружено.

По данным иностранных исследований, разрыв в доходности обычно возникает из-за поведенческих ошибок. Инвесторы могут терять часть доходности, пытаясь «поймать» удачное время входа или выхода в расчете улучшить будущий результат (эффект тайминга) либо опираясь на прошлую динамику фонда, хотя она не гарантирует будущую доходность (эффект ретроспективы).

Как показали наши расчеты, **ключевой причиной гэпа является именно неверный тайминг** ([см. приложение Б](#)). Для облигационных фондов потери от ошибочного тайминга иногда превышали весь разрыв, но компенсировались особенностями самих активов. В фондах акций именно тайминг объяснял большую часть отставания инвестора на пятилетнем горизонте. В разрезе квантилей видно, что при наихудших результатах инвесторов (пятый квантиль, средний проигрыш 6,67% для акций и 4,19% для облигаций) **до 60% поведенческого разрыва объясняется именно таймингом**.

Стратегии при инвестициях в фонды облигаций

Сгладить поведенческие аспекты помогает финансовая дисциплина. Чтобы выяснить, как инвестор может снизить риски потери доходности на гэпах, мы сравнили три стратегии поведения, смоделированные на данных российских фондов, а также фактическую доходность IRR, отражающую реальные результаты среднего инвестора (подробнее — в приложении Г). Все расчеты выполнены на пятилетних скользящих периодах со сдвигом на месяц.



Рисунок 3.2. Сравнение стратегий инвестора в открытом фонде облигаций по критерию среднегеометрической доходности

Стратегия стоимостного усреднения (VA), предполагающая ежемесячное регулирование вложений так, чтобы достичь заранее определенной стоимости портфеля, по итогам всего периода наблюдений оказалась наиболее доходной для фондов облигаций со средним результатом около 7,4% годовых. При этом стратегия отличалась умеренной волатильностью и вела себя устойчиво в разных фазах рынка независимо от макроэкономического контекста. Однако для некоторых инвесторов такой подход может быть слишком сложным, так как требует регулярных расчетов стоимости портфеля и корректировки размера вложений.

Стратегия равномерного вложения (DCA) основана на регулярном инвестировании одинаковых сумм, независимо от рыночных колебаний. Она показала чуть более низкую среднюю доходность (6,87%), но и наименьший уровень риска среди всех подходов (стандартное отклонение 5,73 против 6,33 у VA). Эта стратегия позволяет сгладить влияние неудачного момента входа и поведенческих ошибок, делая результаты более предсказуемыми.

Стратегия «Купи-и-держи» (LSI) строится на единовременных инвестициях. По итогам всего периода она приносила около 6,59% среднегодовой доходности при умеренном уровне риска. Наилучшие результаты такой подход демонстрировал с 2009 года до начала 2010-го (на графике 2014 и 2015 года соответственно), когда рынок активно восстанавливался после финансового кризиса 2008 года.

	Купи-и-держи (LSI)	Равномерное вложение (DCA)	Стоимостное усреднение (VA)	Фактическая доходность (IRR)
Средняя доходность, %	6,585	6,870	7,374	5,971
Медианная доходность, %	6,985	7,196	7,373	6,470
Стандартное отклонение, %	5,930	5,727	6,325	7,032
Мин. доходность, усредненная по фондам, %	-0,007	-1,843	-5,502	-2,830
Макс. доходность, усредненная по фондам, %	12,112	12,314	17,131	13,719
Мин. доходность, усредненная по годам, %	-15,857	-13,936	-12,819	-20,048
Макс. доходность, усредненная по годам, %	20,070	23,428	35,902	31,183

Таблица 3.2. Описательная статистика доходностей, фонды облигаций

Фактическая доходность у инвесторов (IRR) строится на реальных данных по притокам и оттокам в фонды. Она оказалась самой низкой — менее 6% — и самой волатильной среди рассмотренных вариантов. Это говорит о том, что хаотичные вложения и отсутствие стратегии существенно ухудшают результаты.

	Купи-и-держи (LSI)	Равномерное вложение (DCA)	Стоимостное усреднение (VA)
Низкая волатильность	8,133	7,777	—
Средняя волатильность	6,803	6,915	7,228
Высокая волатильность	4,825	5,919	7,252

Таблица 3.3. Доходности стратегий в разрезе уровня волатильности

Стратегии при инвестициях в фонды акций

В фондах акций волатильность всех трех стратегий примерно вдвое выше, чем в облигационных фондах, — это подчеркивает более высокий риск акций как класса активов.

Стоимостное усреднение (VA) оказалось наиболее доходной стратегией и для фондов акций: средняя доходность достигает 9,7%. Однако цена за это — повышенная волатильность, более 14%. При этом VA является более выигрышной стратегией относительно других в условиях средней и высокой волатильности на рынке, если у инвестора есть возможность придерживаться заданной траектории. Она также опередила другие стратегии в период восстановления после кризиса 2008 года, показав среднюю доходность на уровне 14,04% против 10,61% у DCA и лишь 6,09% у LSI. При низкой волатильности на рынке данная стратегия не имеет смысла, так как стоимость паев фондов меняется слабо.



Рисунок 3.3. Сравнение стратегий инвестора в открытых фондах акций по критерию среднегеометрической доходности

Стратегия равномерных вложений (DCA) демонстрирует среднюю доходность на уровне 7,8%. В среднем она уступает доходности VA на 1,86 процентных пункта ежегодно, но превосходит единовременные вложения. DCA также показывает лучшие результаты в условиях низкой волатильности со среднегодовым значением доходности 12,6%.

Стратегия «Купи-и-держи» (LSI) принесла умеренную среднюю доходность — около 6,7%, но лидировала в фазе кризиса 2008 года (4,42% при -0,61% у VA) и фазе санкционного шока (16,24% против 14,63% соответственно), хотя во втором случае отличалась и более высоким риском.

	Купи-и-держи (LSI)	Равномерное вложение (DCA)	Стоимостное усреднение (VA)	Фактическая доходность (IRR)
Средняя доходность, %	6,675	7,830	9,686	5,206
Медианная доходность, %	7,010	8,243	10,927	5,043
Стандартное отклонение, %	10,274	10,541	14,021	12,245
Мин. доходность, усредненная по фондам, %	-7,416	-7,714	-17,936	-12,072
Макс. доходность, усредненная по фондам, %	22,074	19,401	29,279	27,456
Мин. доходность, усредненная по годам, %	-18,677	-24,861	-30,559	-25,314
Макс. доходность, усредненная по годам, %	42,380	44,089	67,497	45,980

Таблица 3.4. Описательная статистика доходностей, фонды акций

Фактическая доходность у инвесторов (IRR) оказалась самой низкой — около 5,2% — и самой волатильной после VA (12,2%), что подтверждает: рынок акций отличается более высоким уровнем риска и требует системного подхода

	Купи-и-держи (LSI)	Равномерное вложение (DCA)	Стоимостное усреднение (VA)
Низкая волатильность	11,864	12,580	—
Средняя волатильность	6,821	6,295	8,375
Высокая волатильность	1,388	4,461	6,664

Таблица 3.5. Доходности стратегий в разрезе уровня волатильности

Гэпы в биржевых фондах

В силу ограниченного количества данных биржевые фонды анализировались на годовых окнах со сдвигом в полгода — этот сегмент в России появился не так давно. Динамика разрывов на рисунке 4.1 почти полностью повторяет динамику открытых фондов в рамках той же категории активов (акции/облигации).



Рисунок 4.1. Разрывы доходностей для биржевых фондов в России

Большую часть периода гэпы в биржевых фондах были отрицательными (в среднем **-0,31 п. п.** по фондам облигаций и **-1,37 п. п.** по фондам акций), то есть **доходность инвесторов зачастую превышала доходность фондов**. По нашему мнению, это связано с особенностью работы БПИФов, где за минимизацию спредов между биржевой ценой и расчетной стоимостью паев отвечает профессиональная структура — маркет-мейкер, который совершает арбитражные сделки с паями.

Структура поведенческого разрыва различается по категориям. В фондах облигаций отставание у инвесторов от доходности фонда связано с **эффектом ретроспектива**: ориентация на прошлые доходности приводила к потерям до 15 п. п. в год. В биржевых фондах акций наблюдается неоднозначное влияние поведенческого компонента. В отдельные периоды вклад поведенческих ошибок и тайминга в общую недополученную доходность существенно возрастает. Особенно **заметны скачки, связанные с таймингом**, что указывает на неудачные попытки инвесторов «войти» или «выйти» в периоды высокой волатильности.

При рассмотрении различных стратегий инвестирования были также подсчитаны годовые «скользящие окна» со сдвигом на месяц (рисунок 4.2). В облигационных фондах наибольшей средней доходности (8,6%) позволяет достичь стратегия стоимостного усреднения (VA), но она связана и с высоким риском (17,96% стандартного отклонения), что указывает на высокую чувствительность к распределению вложений в течение нескольких месяцев. Стратегия «Купи-и-держи» (LSI) отличается наименьшим разбросом результатов (11,15%) и наименьшей доходностью (5,61%). Стратегия равномерных вложений (DCA) находится между ними как по доходности (6,79%), так и по уровню риска (13,43%).

В биржевых фондах акций наблюдается **значительно более высокая амплитуда колебаний доходностей** между стратегиями. Стратегия VA снова является наиболее выигрышной с доходностью 14,21%, хотя и сопровождается крайне высокой волатильностью (47,52%). Стратегия равномерных вложений в среднем приносит доходность вдвое ниже (7,79%) при сопоставимом уровне риска (41,84%). Худшую доходность (2,66%) показывает стратегия «Купи-и-держи», а уровень ее волатильности сопоставим с DCA.

Таким образом, на рынке биржевых фондов **стратегия стоимостного усреднения демонстрирует лучшие показатели** по соотношению доходности и устойчивости. Тем не менее в сегменте биржевых облигационных фондов стратегия равномерных вложений может также использоваться как сбалансированная альтернатива, минимизирующая поведенческие и рыночные риски.

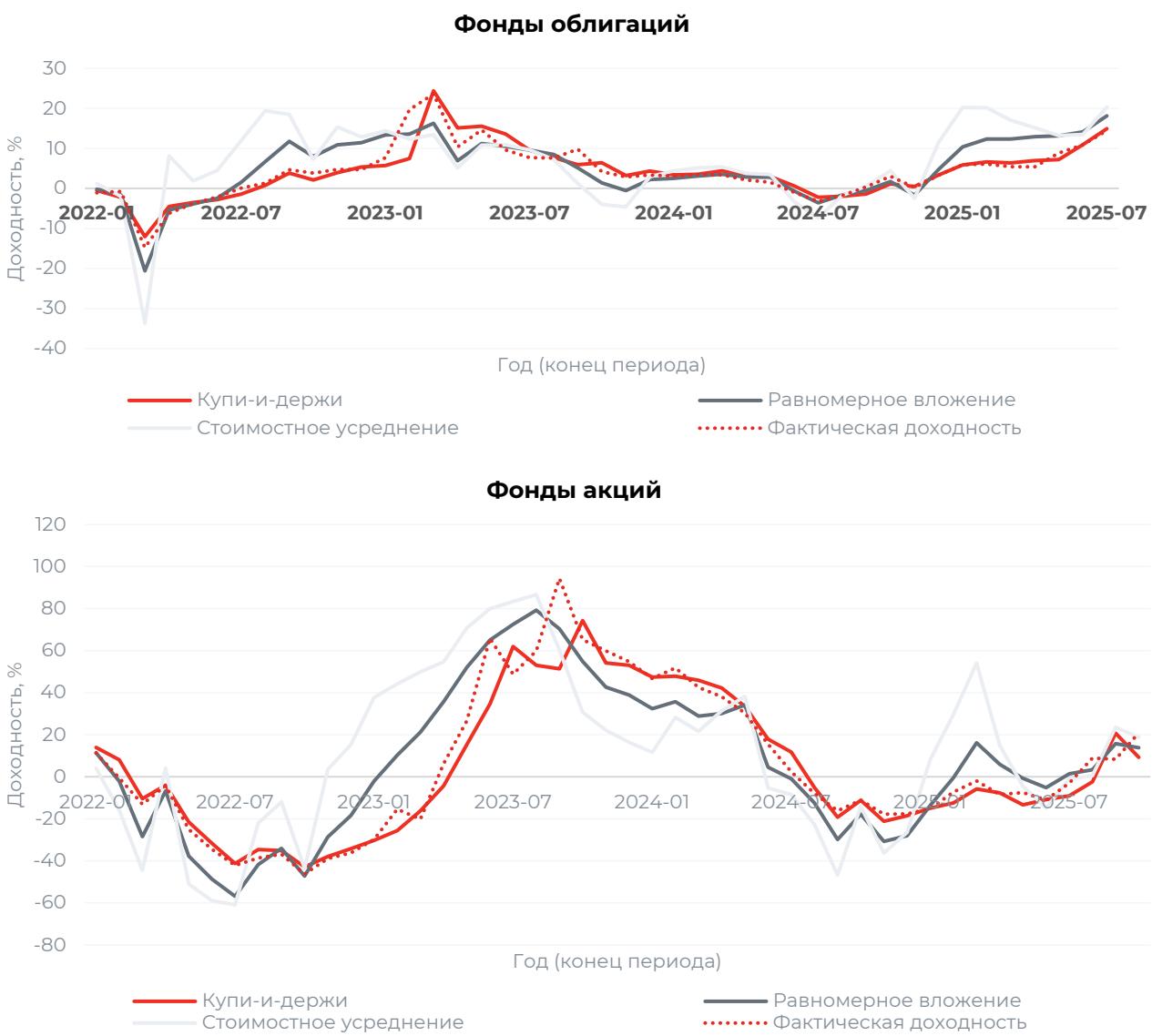


Рисунок 4.2. Сравнение стратегий инвестора по критерию среднегеометрической доходности

Особенности гэпов в 2022–2025 гг.

Для оценки актуального состояния отрасли мы сравнили разрыв между доходностью фондов и доходностью инвесторов за трехлетний период (конец 2021 — конец 2024 г.). В анализ включены только те фонды, которые работали весь период. Главный вывод: поведение инвесторов **заметно различается в зависимости от типа фонда и класса активов**.

Биржевые фонды (Б) в среднем показали отрицательный разрыв, то есть их инвесторы заработали больше фондов. Особенно это заметно на фондах драгоценных металлов (-9,86%) и денежного рынка (-5,45%) — результат разумного перетока инвестиций на фоне роста волатильности на рынках акций и облигаций.

Инвесторы крупных фондов проигрывали им больше, чем инвесторы в малые фонды (взвешенный разрыв почти во всех категориях выше среднего). Исключение — фонды денежного рынка и открытые фонды драгметаллов.

Направление инвестиций	Тип	Кол.	Разрыв (доходность фонда — доходность инвесторов)				
			Мин.	Среднее	Медиана	Взвеш. среднее	Макс.
Акции	Б	14	-16,26	-3,02	-2,56	-3,07	3,97
Акции	О	64	-11,43	1,05	0,57	1,45	13,98
Денежный	Б	3	-6,35	-4,25	-5,07	-5,45	-1,32
Денежный	О	2	-5,12	-2,54	-2,54	-4,01	0,04
Драгметаллы	Б	3	-19,32	-11,73	-12,19	-9,86	-3,69
Драгметаллы	О	3	-6,38	-3,69	-4,49	-4,09	-0,19
Облигации	Б	17	-10,88	0,35	0,68	0,42	4,06
Облигации	О	66	-26,71	-0,45	0,49	0,49	4,66
Смешанный	Б	5	-2,43	-1,05	-0,43	-0,04	-0,02
Смешанный	О	31	-10,12	0,41	1,13	2,6	5,16

Таблица 5.1. Статистика разрыва между доходностью фонда и инвестора за 3 года, с конца 2021 по конец 2024 г.

При более коротком инвестиционном горизонте инвестор начинает уступать фонду чаще. На трехлетнем горизонте инвесторы выигрывали у фондов в 6 из 10 категорий по взвешенному среднему и медиане, тогда как на двухлетнем — только в 2 из 10 по взвешенному среднему (4 из 10 по медиане). Это говорит о снижении рациональности инвестиций на фоне роста ключевой ставки и общего оттока средств из большинства фондов. Наиболее радикальное изменение наблюдается для фондов драгметаллов, где инвесторы начали, по всей видимости, приходить в фонды уже после роста базового актива.

Направление инвестиций	Тип	Кол.	Разрыв (доходность фонда — доходность инвесторов)				
			Ми.	Среднее	Медиана	Взвеш. среднее	Макс.
Акции	Б	16	-51,7	-3,42	-2,35	0,87	15,48
Акции	О	64	-13,2	2,59	-0,29	1,2	37,01
Денежный	Б	5	-5,3	-0,49	-4,02	-4,31	12,59
Денежный	О	2	-4,16	-2,39	-2,39	-3,58	-0,63
Драгметаллы	Б	5	-1,6	4,72	0,8	1,05	13,16
Драгметаллы	О	5	-0,28	2,99	3,42	1,77	5,97
Облигации	Б	16	-18,45	-0,29	0,52	1,05	3,35
Облигации	О	59	-6,83	0,52	0,59	0,37	10,57
Смешанный	Б	1	2,68	2,68	2,68	2,68	2,68
Смешанный	О	34	-11,16	-0,14	0,1	0,34	13,71

Таблица 5.2. Статистика разрыва между доходностью фонда и инвестора за 2 года, с конца 2022 по конец 2024 г.

Выводы для инвестора

- Доходность вложений инвестора в конкретный фонд может существенно отличаться от доходности самого фонда. Главная причина в том, что доходность вложений инвестора зависит не только от результатов управления фондом, но и **от выбора времени и размера сделки**, когда инвестор покупает или продает паи.
- Величина поведенческого разрыва между доходностью фонда и инвестора существенно варьируется **в зависимости от категории активов, стратегии инвестирования и рыночной ситуации**. Для облигационных фондов разрыв оказался довольно низким и менее волатильным (0,29% для ОПИФов и -0,31% для БПИФов). Это обусловлено самой природой инструмента, который в среднем обладает умеренной доходностью и невысокой рыночной волатильностью. В фондах акций средний разрыв выше, как и его разброс между периодами, особенно в условиях рыночных шоков и фаз активного роста. Для открытых фондов акций ГЭП составил 0,87%, но в биржевых доходность инвесторов в среднем обходила результаты фондов (разрыв -1,39%).
- Для открытых фондов наличие ГЭПа в основном связано с **таймингом**. В то время в биржевых фондах основной причиной потерь является **эффект ретроспектива**, когда инвесторы при принятии решений ориентируются на предыдущие уровни доходностей.
- Использование стратегий **регулярных взносов и стоимостного усреднения** позволяет долгосрочным инвесторам снизить риски потерь доходности из-за нерационального поведения в условиях высокой неопределенности. Стоимостное усреднение потенциально может принести более высокую доходность, зачастую сопровождается умеренным риском и лучше работает при повышенной волатильности рынков акций и облигаций. Стратегия регулярных взносов выглядит более устойчивой и лучше работает в условиях относительно стабильных рынков.



Глоссарий

- **Buy-and-hold доходность фонда**(BH) — доходность, рассчитанная по принципу «купи-и-держи», когда инвестор вкладывает средства один раз и сохраняет позицию без изменений до конца инвестиционного периода. Такой подход отражает динамику фонда без учета последующих взносов.
- **Фактическая доходность инвестора** (Internal Rate of Return, IRR)) — показатель, рассчитываемый на основе реальных денежных потоков инвесторов. Отражает фактический результат, которого достиг средний инвестор с учетом его поведения, а не только динамики фонда.
- **Стратегия единовременных вложений, или стратегия «Купи-и-держи»** (Lump-Sum Investing, LSI) — стратегия, при которой инвестор сразу вкладывает всю сумму и удерживает ее до конца срока инвестиций. Доходность по этой стратегии близка к доходности фонда, так как не предполагает дополнительных операций в процессе инвестирования.
- **Стратегия равномерного инвестирования** (Dollar-Cost Averaging, DCA) — стратегия, при которой инвестор регулярно покупает паи на одинаковые суммы через равные промежутки времени. Такой подход снижает влияние выбора момента для входа на рынок и сглаживает колебания.
- **Стратегия стоимостного усреднения** (Value Averaging, VA) — стратегия, при которой инвестор заранее задает целевую стоимость портфеля к концу периода и регулярно корректирует объем вложений с учетом уже полученной доходности. Такой подход позволяет увеличивать или уменьшать сумму взносов исходя из динамики рынка и не привязан к фиксированным платежам.
- **Межквартильный размах** (Interquartile Range, IQR) — статистический показатель, который показывает разброс средних 50% наблюдений. Помогает оценить вариативность данных и увидеть, насколько сильно различается типичная доходность в выборке.

Обязательная информация

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия ФСФР № 21-000-1-00028 от 22.09.1998. Лицензия ФСФР № 077-08158-001000 от 30.11.2004. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, lawально полученной и доступной на дату подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783 4 783, 8 (800) 200 28 28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.