

DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-44-55  
УДК 336.76(045)  
JEL E44, E52, G11, G12, G15

## «Сюрпризная составляющая» шоков денежно-кредитной политики и доходность взаимных фондов США

Н.В. Артамонов<sup>а</sup>, А.Н. Курбацкий<sup>б</sup>, К.А. Стрикало<sup>с</sup>

<sup>а,с</sup> Московский государственный институт международных отношений (университет) МИД РФ, Москва, Россия;

<sup>б</sup> Московская школа экономики МГУ им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия

### АННОТАЦИЯ

**Целью** работы является проверка значимости влияния неожиданного изменения направления денежно-кредитной политики (ДКП) Федеральной резервной системы (ФРС) на доходность взаимных фондов США за период с декабря 2007 по февраль 2022 г. Авторами была выявлена «сюрпризная составляющая» шоков ДКП за рассматриваемый период с помощью процедуры высокочастотной идентификации и проанализирована ДКП ФРС на современном этапе. Для анализа были отобраны 457 активно управляемых фондов с бенчмарком S&P500, их структурные характеристики были выгружены из терминала Bloomberg. На основе полученных панельных данных была построена модель с избыточной доходностью фондов в качестве зависимой переменной. Основная гипотеза о значимости «сюрпризной» компоненты шока ДКП при оценке эффективности деятельности взаимных активно управляемых фондов США подтвердилась на периодах 2007–2009 и 2020 гг., когда в США была зафиксирована рецессия. Робастность результатов была проверена на моделях с различными спецификациями. Сделан **вывод** о том, что от неожиданного изменения ДКП зависит не только абсолютная динамика портфеля акций, но и относительная, так как, верно сделав ставку на разворот ДКП, можно существенно улучшить альфу портфеля фонда. В связи с этим для анализа качества управления портфелем и принятий решений о выборе фонда важно учитывать результат за весь экономический цикл: от восстановления и роста до замедления темпов экономического роста и рецессии.

**Ключевые слова:** сюрпризная составляющая; взаимные фонды; активное управление инвестиционным портфелем; избыточная доходность; индекс S&P500; денежно-кредитная политика; ФРС; рецессия

**Для цитирования:** Артамонов Н.В., Курбацкий А.Н., Стрикало К.А. «Сюрпризная составляющая» шоков денежно-кредитной политики и доходность взаимных фондов США. *Финансы: теория и практика*. 2024;28(5):44-55. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-44-55

## “Monetary surprises” and Excess Return of the U.S. Mutual Funds

N.V. Artamonov<sup>а</sup>, A.N. Kurbatskii<sup>б</sup>, K.A. Strikalov<sup>с</sup>

<sup>а,с</sup> Moscow State Institute of International Relations (University), Moscow, Russia;

<sup>б</sup> Lomonosov Moscow State University, Moscow School of Economics, Moscow, Russia

### ABSTRACT

The **purpose** of this paper is to conduct statistical tests to verify the impact of unexpected monetary policy shocks on the U.S. mutual funds returns over the period from December 2007 to February 2022. The authors have identified the “monetary surprises” of monetary policy shocks for the period under consideration using a high-frequency identification procedure and analyzed the Fed’s monetary policy at the current stage. The model, in which excess fund return is a dependent variable, has been designed basing on the panel data on the characteristics of 457 actively managed funds with S&P 500 as a benchmark downloaded from the Bloomberg terminal. The main hypothesis about the significance of “monetary surprises” for actively managed funds performance has been confirmed for the periods 2007–2009 and 2020, when the U.S. economy was in a recession. The robustness has been tested on the models with several specifications. The authors have **concluded** that not only absolute but also relative returns depend on unexpected changes in monetary policy, while an accurate analysis of their direction allows fund managers to increase the alpha of their portfolio

significantly. In view of the above, assessing the quality of managing the financial portfolio in order to select a mutual fund to invest in requires considering the fund manager's track record over the entire economic cycle.

**Keywords:** monetary surprise; mutual funds; active investing; excess return; S&P500 index; monetary policy; the FED; recession

**For citation:** Artamonov N.V., Kurbatskii A.N., Strikalo K.A. "Monetary surprises" and excess return of the U.S. mutual funds. *Finance: Theory and Practice*. 2024;28(5):44-55. DOI: 10.26794/2587-5671-2024-28-5-44-55

## ВВЕДЕНИЕ

Индустрия взаимных фондов США играет заметную роль в современной финансовой системе, аккумулируя огромные инвестиционные ресурсы частных инвесторов, что привлекает к ее исследованию практиков и теоретиков. Однако в контексте влияния неожиданных шоков денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы на деятельность инвестиционных фондов данная тема остается недостаточно изученной. Основная сложность в оценке проводимой политики связана с проблемой эндогенности факторов, так как участники финансовых рынков формируют свои ожидания относительно действий регулятора. Именно поэтому вопрос влияния действий органов денежно-кредитного регулирования на финансовый рынок является дискуссионным.

Особый интерес с точки зрения воздействия на финансовый рынок представляет изучение и анализ так называемой «сюрпризной составляющей» шоков ДКП, которая может быть интерпретирована как изменение ключевой процентной ставки в экономике, не заложенное участниками финансового рынка в цены производных финансовых инструментов на данную ставку. Оценка влияния «сюрпризной составляющей» на финансовые активы с помощью процедуры высокочастотной идентификации (англ. High-Frequency Identification, HFI) впервые была применена Куттнером [1].

Стратегии активного управления портфелем инвестиционного фонда применяются менеджерами с целью превзойти доходность финансового рынка. Поиск и оценка факторов, влияющих на результативность данных фондов, является фундаментальным вопросом как для представителей научных кругов, так и для практиков [2–4]. Как показывает статистика, подобные институты не гарантируют стабильной положительной прибыли в долгосрочном периоде, требуя осторожности даже опытных инвесторов. С другой стороны, существует ряд работ, согласно которым активно управляемые фонды способны генерировать сверхдоходности в периоды повышенной турбулентности на финансовых рынках [5–7]. В условиях современной

макроэкономической нестабильности и ответных беспрецедентных мер ДКП регуляторов вопрос эффективности управления портфелем фонда приобретает все большую актуальность.

Анализ каналов трансмиссионного механизма ДКП центральных банков является одним из наиболее популярных вопросов как для представителей академического сообщества, так и для участников рынка на протяжении уже нескольких десятилетий. Однако, как было отмечено, влияние неожиданных шоков ДКП на деятельность инвестиционных фондов остается недостаточно изученным.

Научная новизна данной работы заключается в том, что в отличие от традиционных подходов, используемых для оценки влияния действий регулятора на финансовый рынок, авторы анализируют значимость влияния неожиданного изменения направления ДКП ФРС на сверхдоходность взаимных фондов США в периоды повышенной неопределенности, менеджеры которых придерживаются стратегий активного управления инвестиционным портфелем. В работе рассматриваются временные промежутки с 2007 по 2022 г., которые выбраны в соответствии с периодами рецессий в США.

## ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Как было отмечено ранее, новаторский подход к анализу влияния шоков ДКП на ценообразование активов был представлен в работе [1]. Вышеуказанное исследование проводилось на основе данных по финансовому рынку США за период с 1989 по 2000 г., в рамках которого анализировалось влияние шоков ДКП ФРС на доходность краткосрочных и долгосрочных казначейских облигаций. Под шоком ДКП в данном случае подразумевается изменение уровня целевой процентной ставки по федеральным фондам. Особенность подхода заключается в том, что автор подразделяет шоки ДКП на две составляющие: *ожидаемую* и *«сюрпризную»*. Неожиданное изменение целевой ставки по федеральным фондам рассчитывается как изменение цены фьючерсного контракта на процентную ставку в течение короткого временного периода накануне и после

заявления Федерального комитета по операциям на открытом рынке ФРС (англ. Federal Open Market Committee, FOMC) об изменении целевого показателя. Основная предпосылка использования цен на фьючерсы заключается в том, что фьючерсные контракты позволяют участникам рынка хеджировать свои риски, связанные с изменением процентной ставки, и отражают все ожидания участников рынка относительно будущих действий лиц, проводящих ДКП. Таким образом, изменение цен фьючерсов, которое произошло после конкретного заявления о направлениях ДКП при неизменности всех прочих факторов, можно интерпретировать как «сюрпризную составляющую» или неожиданный шок ДКП. В итоге оказалось, что отклик на ожидаемые изменения процентной ставки по федеральным фондам был достаточно слабым, а на неожиданные — сильным и статистически значимым.

Данный подход получил свое развитие в работе [8], в которой оценивалось влияние неожиданных изменений ДКП ФРС на фондовый рынок США за период с 1989 по 2002 г. Исследователи доказали, что влияние «сюрпризной составляющей» отрицательно и значимо, в то время как влияние ожидаемой компоненты также значимо, но положительно. Авторы не только приводят количественную оценку, но также делают попытку выявить каналы появления данного эффекта. Также в работе [9] сделан вывод, что влияние «сюрпризной составляющей» шока ДКП на акции компаний с низкой капитализацией, а также на акции недооцененных по финансовым показателям компаний, так называемых «акций стоимости» (англ. Value Stocks), гораздо сильнее, чем на «акции роста» (англ. Growth Stocks).

Часть исследователей считает, что существенное влияние на финансовый рынок оказывают не только фактические действия органов денежно-кредитного регулирования, но и обнародование информации (англ. Forward Guidance) о намерениях проводимой политики представителями Федерального комитета по операциям на открытом рынке, причем влияние этих факторов различно [10].

Более того, важно отметить, что в результате появления нового инструмента ДКП ФРС — «Forward Guidance» — неопределенность в отношении направления ДКП существенно сократилась по сравнению с началом текущего столетия, так как ФРС формирует ожидания рынка и инвесторы учитывают эту информацию при открытии своих позиций [11]. В статье [12] авторы также анализируют

и воздействие программ масштабного выкупа активов (англ. Large-Scale Asset Purchases, LSAP) ФРС для каждого заседания Комитета FOMC за период с 1991 по 2019 г.

Однако в нескольких научных статьях вопрос о влиянии «сюрпризной составляющей» шоков ДКП ФРС ставится под сомнение [13, 14]. В этих работах утверждается, что неожиданные изменения целевой процентной ставки можно с большой вероятностью предсказать, анализируя общедоступную информацию о состоянии экономики и финансового рынка до заседаний Комитета FOMC. В исследовании [15] говорится, что выступления председателя ФРС гораздо важнее для финансовых рынков, чем заявления Комитета. Поэтому в статье [16] предпринята попытка учесть большую часть критических замечаний относительно HFI-метода и трактовки определения «сюрпризной составляющей» шоков ДКП ФРС, предлагая обращать внимание на всевозможные официальные заявления представителей ФРС о направлении ДКП.

В этой связи в работе [17] произведен анализ влияния неожиданного «ужесточения» ДКП ФРС (т.е. повышения ставки по федеральным фондам) на объемы инвестиций во взаимные фонды США, а также на их доходность за период с 2009 по 2017 г. Сделан вывод, что неожиданное повышение ставки в экономике оказывает значимое влияние на деятельность фондов как акций, так и облигаций, приводит к снижению доходности этих фондов и оттоку средств из них. Более того, влияние «сюрпризной» компоненты различно в зависимости от инвестиционной стратегии фонда.

В данной работе авторами предлагается проанализировать влияние «сюрпризной составляющей» шоков ДКП на результативность активных взаимных фондов, уделив особое внимание периодам повышенной неопределенности на финансовых рынках.

### ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: ИДЕНТИФИКАЦИЯ «СЮРПРИЗНОЙ СОСТАВЛЯЮЩЕЙ»

Фьючерсы на ставку по федеральным фондам США являются не только популярным производным финансовым инструментом для хеджирования и спекуляций на финансовом рынке, они также позволяют оценивать ожидания участников рынка относительно направления денежно-кредитной политики ФРС.

В данной работе рассматриваются фьючерсы на ставку по федеральным фондам США (тикер ZQ) текущего месяца (спот) для каждого заседания

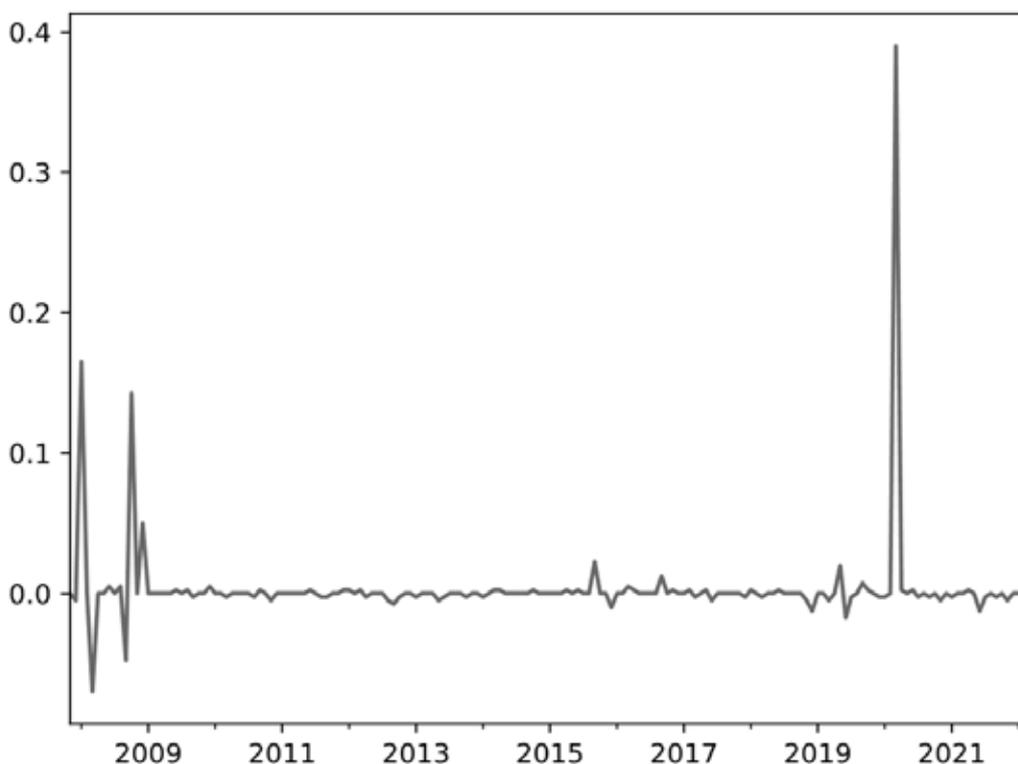


Рис. / Fig. «Сюрпризная составляющая» шоков ДКП ФРС за период с февраля 2005 по февраль 2022 г. / “Monetary Surprises” over the Period from December 2007 to February 2022

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

Комитета FOMC за период с декабря 2007 по февраль 2022 г. А «сюрпризная составляющая» ( $S_t$ ) рассчитывается как:

$$S_t = f_{t,close} - f_{t,open}, \quad (1)$$

где  $t$  — день заседания Комитета FOMC;  $f_{t,close}$  — цена фьючерса текущего месяца (спот) на ставку по федеральным фондам на момент закрытия, т.е. после объявления решения FOMC;  $f_{t,open}$  — цена фьючерса текущего месяца (спот) на ставку по федеральным фондам на момент открытия, т.е. до объявления решения FOMC.

Решение о целевом значении ставки по федеральным фондам публикуется сразу же после каждого заседания на официальном сайте ФРС. За соответствующий период было проведено 117 заседаний Комитета FOMC. Несмотря на то что традиционно ФРС проводит 8 запланированных заседаний Комитета FOMC в год в разные месяцы, на рассматриваемом промежутке времени были ситуации, когда в один и тот же месяц регулятор проводил несколько встреч, на которых принималось решение об изменении ставки по федеральным фондам. В данном случае «сюрпризная составляющая» суммировалась за соответствующий

месяц. Были получены следующие результаты (см. рисунок).

Наиболее серьезные отклонения цен фьючерсных контрактов после заседания Комитета FOMC от заложенных в цены участниками рынка ожиданий по уровню ставки наблюдались в периоды повышенной неопределенности, а именно в период мирового финансового кризиса с конца 2007 по начало 2009 г., в период нарастания конкуренции между США и Китаем в 2015–2016 гг., во время пандемии COVID-19 в 2019–2020 гг. В период «околонулевого» уровня процентных ставок в экономике США существенные «сюрпризы» отсутствуют. Данные результаты интересны с эмпирической точки зрения и позволяют рассматривать «сюрпризную составляющую» шоков ДКП ФРС в качестве макрофактора для анализа влияния на деятельность инвестиционных фондов США.

### СПЕЦИФИКАЦИЯ МОДЕЛИ

Инвесторы проявляют все больший интерес к выбору инвестиционных фондов, поэтому оценка влияния факторов, позволяющих фондам генерировать доходность выше рыночной, постоянно находится в центре внимания. Существует множество различных подходов к анализу эф-

фактивности управления портфелем ценных бумаг инвестиционного фонда [18, 19]. Однако стоит отметить, что факторные модели, такие как CAPM (англ. Capital Asset Pricing Model) и ее последующие преобразования, не дают параметрической оценки влияния макрофакторов, которые очевидно не могут не находить отражения на доходности активно управляемых инвестиционных фондов [20], хотя и встречаются в определенных условиях удачные модификации, например, для российских ПИФ [21].

В работе [4] была представлена модель, где в качестве зависимой переменной рассматривается избыточная доходность фондов, а в качестве объясняющих переменных выбран ряд микрофакторов по индивидуальным характеристикам фондов, спред доходности долгосрочных и краткосрочных казначейских облигаций США, спреда доходности первоклассных корпоративных облигаций с рейтингом AAA и облигаций с рейтингом ВАА, которые оказались значимыми. Рассматриваемые спреды отражают настроения участников рынка и являются опережающим индикатором, по которому можно судить об их будущей экономической активности.

Развивая данный подход к анализу макрофакторов, влияющих на доходность инвестиционных фондов, в настоящем исследовании в качестве специальной переменной была введена «сюрпризная составляющая» шоков денежно-кредитной политики ФРС.

Спецификация базовой панельной регрессии данной работы:

$$\begin{aligned} excess\_return_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 surprise + \beta_2 \Delta^+(spread.tres)_t + \\ & + \beta_3 \Delta^-(spread.tres)_t + \beta_4 \Delta^+(spread.moody)_t + \\ & + \beta_5 \Delta^-(spread.moody)_t + x_i \gamma + \mu_i + u_{i,t}, \end{aligned} \quad (2)$$

где

$excess\_return_{i,t}$  — избыточная доходность взаимного фонда (разность между доходностью фонда и доходностью индекса S&P 500);

$surprise$  — «сюрпризная составляющая» шоков ДКП ФРС;

$spread.tres$  — спред доходности 10-летних и 3-месячных казначейских облигаций США;

$spread.moody$  — спред доходности корпоративных облигаций с рейтингом AAA и облигаций с рейтингом ВАА по классификации Moody's;

$\Delta^+$  и  $\Delta^-$  — положительное и отрицательное приращение за период, т.е.

$$\begin{aligned} \Delta^+(spread.tres) &= \max(\Delta(spread.tres), 0) \\ \text{и } \Delta^-(spread.tres) &= \min(\Delta(spread.tres), 0); \end{aligned}$$

$x_i = (FundFee, ExpenseRatio, Turnover, Turnover^2, \log(NAV), Objective)$ ;

$\gamma$  — коэффициенты при характеристиках фондов;

$\mu_i$  — индивидуальные характеристики фонда;

$u_{i,t}$ , — случайная ошибка.

Основная гипотеза данного исследования: «сюрпризная составляющая» шоков ДКП ФРС является значимым фактором при оценке избыточной доходности взаимных фондов США на современном этапе.

## ОПИСАНИЕ ДАННЫХ

Для анализа из терминала Bloomberg были выгружены данные за период с декабря 2007 по февраль 2022 г. по 457 открытым взаимным активно управляемым фондам акций, зарегистрированным в США (англ. Equity Open-End Mutual Funds), бенчмарком которых является индекс S&P 500. Индексные фонды, ETF и фонды специфической направленности были исключены из рассматриваемой выборки. Датасет сформирован по структурным характеристикам фондов, таким как месячная доходность фонда (англ. Total Return), оборачиваемость капитала в портфеле фонда (англ. Fund Turnover), комиссия за управление активами (англ. Fund Management Stated Fee), коэффициент общих расходов (англ. Expense Ratio), стоимость чистых активов фонда (англ. Net Asset Value, NAV) и стиль управления фондом. Описательные статистики по структурным характеристикам фондов приведены в *табл. 1*.

Здесь и далее все расчеты и построения моделей выполнены на языке программирования Python с использованием библиотек Pandas и LinearModels.

Исторические данные по дневным спотовым ценам фьючерсов каждого месяца, когда проходило заседание FOMC, на ставку по федеральным фондам были получены из базы данных Yahoo Finance. Решения о целевом значении ставки по федеральным фондам публикуются на официальном сайте ФРС.

Доходность индекса S&P 500 рассчитывалась как лог-разность между значениями закрытия на последний день каждого месяца на основе дневных данных из базы данных Yahoo Finance (тикер ^GSPC).

Исторические месячные данные по доходности 10-летних и 3-месячных казначейских облигаций США и доходности корпоративных облигаций с рейтингами AAA и ВАА по классификации агентства Moody's были выгружены из базы данных

Таблица 1 / Table 1

**Описательные статистики по структурным факторам взаимных фондов /  
Descriptive Statistics for Mutual Funds Characteristics**

Statistics	Count	Mean	St.Dev	Min	50%	Max
Fund Turnover	439	71,57	157,82	0	29,83	1453
Expense Ratio	449	1,04	0,54	0	0,99	4,07
Fund Mng Stated Fee	457	0,65	0,31	0	0,65	2
NAV	455	40,66	91,48	0,5	24,08	1683,06

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

Федерального резервного банка Сент-Луиса FRED (англ. Federal Reserve Economic Data).

**ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ «СЮРПРИЗНОЙ  
СОСТАВЛЯЮЩЕЙ» ШОКОВ  
ДКП НА ДОХОДНОСТЬ ВЗАИМНЫХ  
ФОНДОВ США**

В качестве базовой спецификации оценивалась модель панельных данных со случайными эффектами. Для учета общих внешних шоков для фондов (кросс-корреляции идеосинкратической ошибки) использовалась оценка ковариационной матрицы коэффициентов с двойной кластеризацией Дрисколла-Края.

Модель оценивалась на разных временных промежутках в соответствии с периодами рецессии в США. По данным NBER, рецессии были зафиксированы с декабря 2007 по июнь 2009 г., а также с февраля по апрель в 2020 г. Однако для объекта исследования, а именно для рассматриваемой выборки взаимных фондов США, крайне важным является момент публикации отчетности компаний. В конце июля 2020 г. компании начали отчитываться за второй квартал, который пришелся на пандемию COVID-19. Результаты оказались лучше ожиданий, поэтому для анализа деятельности взаимных фондов представляется целесообразным рассматривать данный момент в качестве точки отсчета восстановления экономики. С учетом такой корректировки рассмотрены следующие периоды:

- декабрь 2007 — июнь 2009 г.;
- июль 2009 — январь 2020 г.;
- февраль 2020 — июль 2020 г.;
- август 2020 — февраль 2022 г.;
- декабрь 2007 — февраль 2022 г. (весь период).

Результаты оценивания модели представлены в табл. 2.

Для проверки робастности оценки влияния сюрпризной составляющей на различных пери-

одах были рассмотрены и другие спецификации. На странице с дополнительными материалами к статье<sup>1</sup> представлены результаты подгонки альтернативных спецификаций: FE-регрессия, RE- и FE-регрессии с квадратами спредов. Оказалось, что значимость и знак влияния сюрпризной составляющей сохраняются.

Таким образом, «сюрпризная составляющая» шоков ДКП является значимым фактором для избыточной доходности взаимных фондов в США для подпериодов 2007–2009 и 2020 гг., когда в США наблюдались признаки рецессии. Результаты согласуются с выводами о том, что в периоды макроэкономической нестабильности взаимные активно управляемые фонды способны генерировать высокую прибыль<sup>2</sup>. Важно отметить, что на подпериоде 2007–2009 гг. влияние «сюрпризной составляющей» положительное, в то время как на подпериоде февраль — июль 2020 г. влияние отрицательное (период пандемии COVID-19). Это может быть объяснено тем, что в начале 2020 г. многие страны объявили о введении жестких ограничительных мер, к концу марта 2020 г. индекс S&P 500 упал на 34% по сравнению с показателем предыдущего месяца<sup>3</sup>. В марте ФРС отреагировала экстренным возвращением к политике по снижению процентных ставок до нуля, объявлением ряда мер по поддержке национальных компаний и «вливанием» денег в финансовую систему. Благодаря быстрой реакции регулятора и беспрецедентному налогово-бюджетному

<sup>1</sup> URL: <http://digitlab.mgimo.ru/artamonov/surprises-and-funds> (дата обращения: 12.02.2024).

<sup>2</sup> Barrons. Active stock-picking strategies gain appeal as markets fluctuate. URL: <https://www.barrons.com/articles/active-stock-picking-strategies-gain-appeal-as-markets-fluctuate-51590192074> (дата обращения: 12.02.2024).

<sup>3</sup> Yahoo Finance. Historical data S&P 500. URL: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history?p=%5EGSPC> (дата обращения: 12.02.2024).

Таблица 2 / Table 2

Результаты оценивания основной RE-модели с индивидуальными эффектами на рассматриваемых периодах (в скобках указаны стандартные ошибки Дрисколла-Края) / Estimation Results for the Main RE Model with Individual Effects for Subperiods (Driscoll-Kraay Robust s.e. in Parenthesis)

Переменная / Variable	Декабрь 2007 – июнь 2009 / December 2007 – June 2009	Июль 2009 – январь 2020 / July 2009 – January 2020	Февраль 2020 – июль 2020 / February 2020 – July 2020	Август 2020 – февраль 2022 / August 2020 – February 2022	Общий период / Total period
Surprise	0,0959*** (0,0359)	0,1247 (0,2010)	-0,3461*** (0,0018)	-0,3674 (0,3587)	-0,0244 (0,0470)
$\Delta^+$ (spread. tres)/10 <sup>3</sup>	4,0568 (19,234)	0,2443 (10,326)	223,10*** (1,1492)	11,865 (13,411)	5,1833 (6,8610)
$\Delta^-$ (spread. tres)/10 <sup>2</sup>	0,4502 (0,9640)	-3,5685*** (0,8020)	-12,236*** (0,0079)	4,8505** (2,2961)	-2,0418** (0,9181)
$\Delta^+$ (spread. moodys)/10 <sup>3</sup>	2,5115** (1,0057)	0,5422 (3,0333)	0,9503*** (0,0026)	25,943*** (5,0703)	3,6549** (1,6172)
$\Delta^-$ (spread. moodys)/10 <sup>3</sup>	-1,4373 (3,1281)	0,1115 (2,1407)	-5,7486*** (0,0144)	-2,2018 (6,3791)	-2,1969 (2,2889)
FundFee/10 <sup>2</sup>	1,1667* (0,5981)	0,1283 (0,1633)	1,2677*** (0,2371)	0,0520 (0,3672)	0,3041** (0,1539)
ExpenseRatio/10 <sup>3</sup>	-4,5320*** (1,7151)	-3,0836*** (0,5502)	-7,4386*** (1,7937)	-1,8745 (1,6991)	-3,4595*** (0,4652)
Turnover/10 <sup>5</sup>	-3,0595 (2,3583)	1,3013** (0,5498)	1,6242 (3,0440)	1,2541 (0,9277)	0,8445* (0,4959)
Turnover2/10 <sup>8</sup>	1,3709 (1,3748)	-1,1100*** (0,3795)	-2,0510** (0,9939)	-0,6965 (0,8518)	-0,8462*** (0,3021)
log(NAV)/10 <sup>3</sup>	-5,0393 (3,9692)	0,9142 (0,8162)	-4,1651** (1,7787)	2,1932** (0,9277)	-0,0415 (0,8417)
Objective_Blend/10 <sup>3</sup>	4,0810 (5,3873)	2,7969** (1,2412)	5,9602** (2,8421)	3,0254 (2,2079)	3,1440*** (0,9814)
Objective_Growth/10 <sup>3</sup>	1,5428 (3,1668)	3,5805** (1,6023)	13,928*** (3,6065)	1,3978 (3,8496)	3,3653*** (1,1081)
Objective_Value/10 <sup>3</sup>	4,5772 (6,3385)	1,5477 (1,2355)	-8,0091** (3,6394)	4,9080* (2,6362)	2,1146* (1,1241)
const	0,0179 (0,0154)	-0,0069** (0,0032)	-0,0072 (0,0057)	-0,0130** (0,0066)	-0,0041 (0,0027)
N	7900	46 207	1873	5708	61 688
R <sup>2</sup>	0,0277	0,0136	0,0506	0,0269	0,0148
F	17,294	49,139	7,6193	12,128	71,209

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

Примечание / Note: \* p < 0,1; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01.

стимулированию, восстановление экономики было относительно быстрым<sup>4</sup>. Однако для менеджеров активно управляемых фондов в целом условия на рынке оказались достаточно неблагоприятными. Отчет S&P Global SPIVA US Scorecard 2020 утверждает, что 57% всех анализируемых взаимных активно управляемых фондов США показали доходность ниже рыночной. Интересно, что фонды, ориентированные на акции роста, продемонстрировали неплохие результаты относительно фондов, ориентированных на акции стоимости, так как в сегменте Growth преобладают акции компаний технологического сектора, которые стали бенефициарами сложившегося в результате пандемии кризиса. Так, за 2020 г. доходность рыночного индекса S&P 500 Growth составила 33,5%, в то время как S&P 500 Value — 1,4%<sup>5</sup>. Сложившиеся условия стали тяжелыми для менеджеров активно управляемых фондов стоимости. Компании данного сегмента в основном принадлежат к циклическим отраслям, которые серьезно пострадали из-за перебоев в цепочках поставок и ограничительных мер.

В период низких процентных ставок и относительной определенности рынка с июля 2009 по январь 2020 г. влияние «сюрпризной составляющей» оказалось незначимо.

Спред доходности долгосрочных и краткосрочных казначейских облигаций США представляет собой кривую доходности казначейских ценных бумаг. Наклон кривой доходности свидетельствует о склонности инвесторов к риску, что может рассматриваться в качестве еще одного из факторов, оказывающих влияние на результативность взаимных фондов. Данный спред оказался значимым фактором, влияющим на деятельность взаимных фондов. При этом положительное изменение этого спреда оказалось значимым только в период пандемии COVID-19, в то время как отрицательное изменение спреда значимо на всех периодах, кроме первого.

Разность между доходностью корпоративных облигаций оказалась незначима для периода относительного спокойствия на финансовом рынке с июля 2009 по январь 2020 г. Отрицательное изменение данного спреда значимо только в период

пандемии COVID-19, в то время как положительное изменение спреда значимо на всех периодах, кроме второго, что соответствует представлениям о нем, как о показателе, отражающем склонность участников рынка к риску.

## ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Резкие изменения в направлении ДКП всегда оказывают существенное влияние на рынок акций. Однако, чтобы понять направление этого влияния, нужно исходить из анализа сложившихся условий. Рассмотрим, например, резкое понижение процентных ставок. Теоретически это свидетельствует о том, что экономика замедляется или даже вступает в стадию рецессии. Естественно, что при прочих равных это негативно для рынка акций. Однако, с другой стороны, понижение процентных ставок приводит к снижению доходностей на долговом рынке, что делает облигации менее привлекательными. Это, в свою очередь, стимулирует инвесторов вкладываться в рынок акций, что оказывает позитивное влияние на цены активов. В этой связи возникает вопрос: что наиболее важно для инвестора: замедление темпов роста экономики и, как следствие, падение доходов компаний, или снижение доходностей, что приводит к росту справедливого мультипликатора для акций?

Если представить, что цена акции рассматривается как прибыль, умноженная на финансовый мультипликатор, то в ситуации, когда резко снижаются процентные ставки, можно ожидать снижения прибыли, но при этом — роста мультипликатора. Во время рецессии более важным оказывается рост мультипликатора, а акции реагируют позитивно на резкое снижение процентных ставок.

Можно предложить две причины, которые объясняют поведение инвесторов. Во-первых, реакция регуляторов финансового рынка всегда несколько запаздывает, и инвесторы понимают заранее, что экономика движется в сторону рецессии еще до понижения ставки (т.е. падение доходов инвесторы отыгрывают заранее). Во-вторых, доходы компаний цикличны, т.е. периоды снижения сменяются периодами роста, а процентные ставки могут держаться на низком уровне гораздо дольше, чем длится один экономический цикл.

В качестве дополнительной дискуссии к обсуждению полученных результатов следует отметить, что в научных кругах получила популярность идея о том, что инструменты современной денежно-кредитной политики являются малоэффективными в контексте влияния на реальную экономику.

<sup>4</sup> The New York Times. Where \$ 5 Trillion in Pandemic Stimulus Money Went. URL: <https://www.nytimes.com/interactive/2022/03/11/us/how-covid-stimulus-money-was-spent.html> (дата обращения: 12.02.2024).

<sup>5</sup> S&P Global SPIVA US Scorecard 2020. URL: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/spiva/spiva-us-year-end-2020.pdf> (дата обращения: 12.02.2024).

Так, например, политика «процентных ставок» является катализатором кризисов, так как учитывает в основном интересы участников финансового рынка. Известным фактом является то, что во время рецессии в США на фондовом рынке складывается относительно неплохая ситуация. Это объясняется действиями ФРС, которая через снижение процентной ставки обеспечивает поддержку финансовому рынку (хотя поддержка рынка акций не является основной задачей ФРС во время рецессии). Таким образом, политика, проводимая регуляторами на современном этапе может создать угрозу макроэкономической стабильности [22].

### ВЫВОДЫ

В данной работе особое внимание уделено влиянию «сюрпризной составляющей» на деятельность взаимных активно управляемых фондов США в периоды макроэкономической нестабильности и беспрецедентных мер ФРС.

Полученные результаты являются ценными не только с практической, но и с теоретической точки зрения, так как вносят вклад в развитие существующих подходов к анализу трансмиссионного механизма ДКП в современных условиях повышенной неопределенности на финансовых рынках и могут быть интегрированы в соответствующие модели.

В последние годы наблюдался активный рост роли крупных институциональных инвесторов в лице инвестиционных фондов и банков, которые извлекали максимальную прибыль из сложив-

шихся условий, когда новая ликвидность сразу же перетекает на финансовые рынки, становясь источником огромных доходов крупных игроков-спекулянтов. В этой связи особый интерес представляла возможность изучить и оценить влияние шоков денежно-кредитной политики на деятельность инвестиционных фондов. И гипотеза о значимости «сюрпризной» компоненты шока ДКП подтвердилась на периодах рецессии в США в 2007–2009 и в 2020 гг.

Таким образом, принимая во внимание все вышесказанное, важно отметить, что неожиданное изменение ДКП оказывает серьезное влияние на деятельность инвестиционных фондов. От этого зависит даже относительная динамика портфеля фонда, так как, верно выбрав направление ДКП, можно существенно улучшить результативность фонда. Однако это не всегда входит в сферу ответственности управляющего на рынке акций. В связи с этим для анализа качества управления портфелем инвестиционного фонда важно учитывать результат за весь экономический цикл: от восстановления и роста до замедления темпов экономического роста и рецессии. Инвестор, который выбирает для себя фонд или управляющего активами, рассчитывает получить прибыль на росте рынка акций. Управляющие этим пользуются и зачастую показывают свои результаты за период роста рынка. Однако, в силу цикличности экономики, важно учитывать весь трек-рекорд управляющего, в том числе и во времена рецессий, которые неизбежны.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Kuttner K.N. Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market. *Journal of Monetary Economics*. 2001;47(3):523–544. DOI: 10.1016/S 0304–3932(01)00055–1
2. Berkowitz J.P., Schorno P.J., Shapiro D.A. Characteristics of mutual funds with extreme performance. *Review of Financial Economics*. 2017;34:50–60. DOI: 10.1016/j.rfe.2017.04.003
3. Fan Y., Lin C.Y. Active vs. passive, the case of sector equity funds. *Financial Services Review*. 2020;28(2):159–177. DOI: 10.61190/fsr.v28i2.3422
4. Artamonov N.V., Kurbatskii A.N. Excess return of US mutual funds. *Вестник МГИМО-Университета*. 2023;16(3):244–262. DOI: 10.24833/2071–8160–2023–3–90–244–262
5. Kosowski R. Do mutual funds perform when it matters most to investors? US mutual fund performance and risk in recessions and expansions. *The Quarterly Journal of Finance*. 2011;1(3):607–664. DOI: 10.1142/S 2010139211000146
6. Glode V. Why mutual funds “underperform”. *Journal of Financial Economics*. 2011;99(3):546–559. DOI: 10.1016/j.jfineco.2010.10.008
7. Berk J.B., Van Binsbergen J.H. Measuring skill in the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*. 2015;118(1):1–20. DOI: 10.1016/j.jfineco.2015.05.002
8. Bernanke B.S., Kuttner K.N. What explains the stock market’s reaction to federal reserve policy? *The Journal of Finance*. 2005;60(3):1221–1257. DOI: 10.1111/j.1540–6261.2005.00760.x
9. Maio P.F. Another look at the stock return response to monetary policy actions. *Review of Finance*. 2014;18(1):321–371. DOI: 10.1093/rof/rfs050

10. Gürkaynak R., Sack B., Swanson T.E. Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements. *International Journal of Central Banking*. 2005;1(1):55–93. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb05q2a2.pdf>
11. De Pooter M., Favara G., Modugno M., Wu J. Monetary policy uncertainty and monetary policy surprises. *Journal of International Money and Finance*. 2021;112:102323. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2020.102323
12. Swanson E.T. Measuring the effects of federal reserve forward guidance and asset purchases on financial markets. *Journal of Monetary Economics*. 2021;118:32–53. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2020.09.003
13. Miranda-Agrippino S., Ricco G. The transmission of monetary policy shocks. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2021;13(3):74–107. DOI: 10.1257/mac.20180124
14. Bauer M.D., Swanson E.T. The fed’s response to economic news explains the “fed information effect”. NBER Working Paper Series. 2020;(27013). URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w27013/revisions/w27013.rev0.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27013/revisions/w27013.rev0.pdf)
15. Swanson E.T., Jayawickrema V. Speeches by the fed chair are more important than FOMC announcements: An improved high-frequency measure of U.S. monetary policy shocks. University of California, Irvine. Working Paper. 2021. URL: <https://sites.socsci.uci.edu/~swanson2/papers/hfdat.pdf>
16. Bauer M.D., Swanson E.T. A reassessment of monetary policy surprises and high-frequency identification. *NBER Macroeconomics Annual*. 2022;37:87–155. DOI: 10.1086/723574
17. Banegas A., Montes-Rojas G., Siga L. The effects of US monetary policy shocks on mutual fund investing. *Journal of International Money and Finance*. 2022;123:102595. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2021.102595
18. Carhart M.M. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*. 1997;52(1):57–82. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x
19. Fama E.F., French K.R. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*. 2015;116(1):1–22. DOI: 10.1016/j.jfineco.2014.10.010
20. Артамонов Н.В., Воронина А.А., Емельянов Н.Л., Курбацкий А.Н. Оценка влияния доходности государственных облигаций на результативность взаимных фондов на примере США. *Прикладная эконометрика*. 2020;(2):55–75. DOI: 10.22394/1993-7601-2020-58-55-75
21. Безсмертная Е.Р., Колганова Е.А. Модификация трехфакторной модели Фамы-Френча и ее применение для оценки эффективности управления портфелями инвестиционных фондов России. *Финансы: теория и практика*. 2023;27(2):17–27. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-2-17-27
22. Burenin A. Central bank interest rate policy as a pro-crisis instrument of macroeconomic regulation. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. 2020;16(10):431–435. DOI: 10.17265/1548-6583/2020.10.001

## REFERENCES

1. Kuttner K.N. Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market. *Journal of Monetary Economics*. 2001;47(3):523–544. DOI: 10.1016/S 0304-3932(01)00055-1
2. Berkowitz J.P., Schorno P.J., Shapiro D.A. Characteristics of mutual funds with extreme performance. *Review of Financial Economics*. 2017;34:50–60. DOI: 10.1016/j.rfe.2017.04.003
3. Fan Y., Lin C.Y. Active vs. passive, the case of sector equity funds. *Financial Services Review*. 2020;28(2):159–177. DOI: 10.61190/fsr.v28i2.3422
4. Artamonov N.V., Kurbatskii A.N. Excess return of US mutual funds. *Vestnik MGIMO-Universiteta = MGIMO Review of International Relations*. 2023;16(3):244–262. DOI: 10.24833/2071-8160-2023-3-90-244-262
5. Kosowski R. Do mutual funds perform when it matters most to investors? US mutual fund performance and risk in recessions and expansions. *The Quarterly Journal of Finance*. 2011;1(3):607–664. DOI: 10.1142/S 2010139211000146
6. Glode V. Why mutual funds “underperform”. *Journal of Financial Economics*. 2011;99(3):546–559. DOI: 10.1016/j.jfineco.2010.10.008
7. Berk J.B., Van Binsbergen J.H. Measuring skill in the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*. 2015;118(1):1–20. DOI: 10.1016/j.jfineco.2015.05.002
8. Bernanke B.S., Kuttner K.N. What explains the stock market’s reaction to federal reserve policy? *The Journal of Finance*. 2005;60(3):1221–1257. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x
9. Maio P.F. Another look at the stock return response to monetary policy actions. *Review of Finance*. 2014;18(1):321–371. DOI: 10.1093/rof/rfs050

10. Gürkaynak R., Sack B., Swanson T.E. Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements. *International Journal of Central Banking*. 2005;1(1):55–93. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb05q2a2.pdf>
11. De Pooter M., Favara G., Modugno M., Wu J. Monetary policy uncertainty and monetary policy surprises. *Journal of International Money and Finance*. 2021;112:102323. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2020.102323
12. Swanson E.T. Measuring the effects of federal reserve forward guidance and asset purchases on financial markets. *Journal of Monetary Economics*. 2021;118:32–53. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2020.09.003
13. Miranda-Agrippino S., Ricco G. The transmission of monetary policy shocks. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2021;13(3):74–107. DOI: 10.1257/mac.20180124
14. Bauer M.D., Swanson E.T. The fed’s response to economic news explains the “fed information effect”. NBER Working Paper Series. 2020;(27013). URL: [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w27013/revisions/w27013.rev0.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27013/revisions/w27013.rev0.pdf)
15. Swanson E.T., Jayawickrema V. Speeches by the fed chair are more important than FOMC announcements: An improved high-frequency measure of U.S. monetary policy shocks. University of California, Irvine. Working Paper. 2021. URL: <https://sites.socsci.uci.edu/~swanson2/papers/hfdat.pdf>
16. Bauer M.D., Swanson E.T. A reassessment of monetary policy surprises and high-frequency identification. *NBER Macroeconomics Annual*. 2022;37:87–155. DOI: 10.1086/723574
17. Banegas A., Montes-Rojas G., Siga L. The effects of US monetary policy shocks on mutual fund investing. *Journal of International Money and Finance*. 2022;123:102595. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2021.102595
18. Carhart M.M. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*. 1997;52(1):57–82. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x
19. Fama E.F., French K.R. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*. 2015;116(1):1–22. DOI: 10.1016/j.jfineco.2014.10.010
20. Artamonov N., Voronina A., Emelyanov N., Kurbatskii A. Estimation of interest rates’ impact on mutual funds’ performance in the USA. *Prikladnaya ekonometrika = Applied Econometrics*. 2020;(2):55–75. (In Russ.). DOI: 10.22394/1993-7601-2020-58-55-75
21. Bezsmertnaya E.R., Kolganova E.A. Modification of the three-factor Fama-French model and its application to assess the efficiency of the portfolio management of Russian investment funds. *Finance: Theory and Practice*. 2023;27(2):17–27. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-2-17-27
22. Burenin A. Central bank interest rate policy as a pro-crisis instrument of macroeconomic regulation. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. 2020;16(10):431–435. DOI: 10.17265/1548-6583/2020.10.001

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



**Никита Вячеславович Артамонов** — кандидат физико-математических наук, доцент, заведующий кафедрой математики, эконометрики и информационных технологий, Московский государственный институт международных отношений (университет) МИД РФ, Москва, Россия

**Nikita V. Artamonov** — Cand. Sci. (Phys. and Math.), Head of Department of Mathematics, Econometrics and IT, MGIMO University, Moscow, Russia  
<https://orcid.org/0000-0002-0286-3526>  
 artamonov@inno.mgimo.ru



**Алексей Николаевич Курбацкий** — кандидат физико-математических наук, доцент, заведующий кафедрой эконометрики и математических методов экономики, Московская школа экономики, МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия

**Aleksei N. Kurbatskii** — Cand. Sci. (Phys. and Math.), Head of Department of Econometrics and Mathematical Methods in Economics, Moscow School of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia  
<https://orcid.org/0000-0001-6478-8034>

*Автор для корреспонденции / Corresponding author:*  
 akurbatskiy@gmail.com



**Кристина Андреевна Стрикало** — преподаватель кафедры английского языка № 2, Московский государственный институт международных отношений (университет) МИД РФ, Москва, Россия

**Kristina A. Strikalo** — Lecturer, English Language Department No. 2, MGIMO University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-2280-6796>

[strikalo.kristina@gmail.com](mailto:strikalo.kristina@gmail.com)

**Заявленный вклад авторов:**

**Н. В. Артамонов** — эконометрический анализ, табличное и графическое представление результатов и их описание.

**А. Н. Курбацкий** — постановка проблемы, разработка концепции статьи, формирование выводов исследования.

**К. А. Стрикало** — критический анализ литературы, сбор данных, подготовка списка источников.

**Authors' declared contribution:**

**N. V. Artamonov** — econometric analysis, tabular and graphical presentation of the results and their description.

**A. N. Kurbatskii** — problem statement, development of the article concept, formation of the research conclusions.

**K. A. Strikalo** — critical analysis of literature, data collection, preparation of the list of sources.

*Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила в редакцию 08.05.2024; после рецензирования 08.06.2024; принята к публикации 27.06.2024.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was submitted on 08.05.2024; revised on 08.06.2024 and accepted for publication on 27.06.2024.*

*The authors read and approved the final version of the manuscript.*