
Введение в ИНВЕСТИЦИИ

Занятие 6. Пассивные портфельные ИНВЕСТИЦИИ

Сергей Спирин
Инвестор, финансовый
консультант AssetAllocation.ru





Сергей Спирин

Инвестор, финансовый консультант
AssetAllocation.ru

Аккаунты в соц.сетях



fb.com/fintraining.spirin



О чём мы поговорим сегодня

1

Два вопроса: «Что будет?» или «Что делать?»

2

Бенджамин Грэм и пассивные инвестиции

3

Гарри Марковиц и Современная Портфельная Теория

4

Какова эффективность реальных рынков?

5

Успех и удача в инвестициях

6

Джон Богл и первый индексный фонд

7

Пассивные инвестиции в современном мире



Два вопроса

✗ Неправильный.
Что будет?



✓ Правильный.
Что делать?



Три самых важных слова в инвестировании:

«Я НЕ ЗНАЮ!»
что будет
(и даже не пытаюсь угадывать)

- Каким будет индекс Мосбиржи к концу года?
- Какие активы будут вести себя лучше других?
- Будет ли золото стоить еще дешевле?
- Когда лучше покупать недвижимость?
- Случится ли в этом году кризис?
- Что будет с инфляцией и процентными ставками?
- Какой фонд покажет наилучшие результаты?
- ...



Биржевые аналитики



* Среднее арифметическое двух значений: 2250 и 2650.

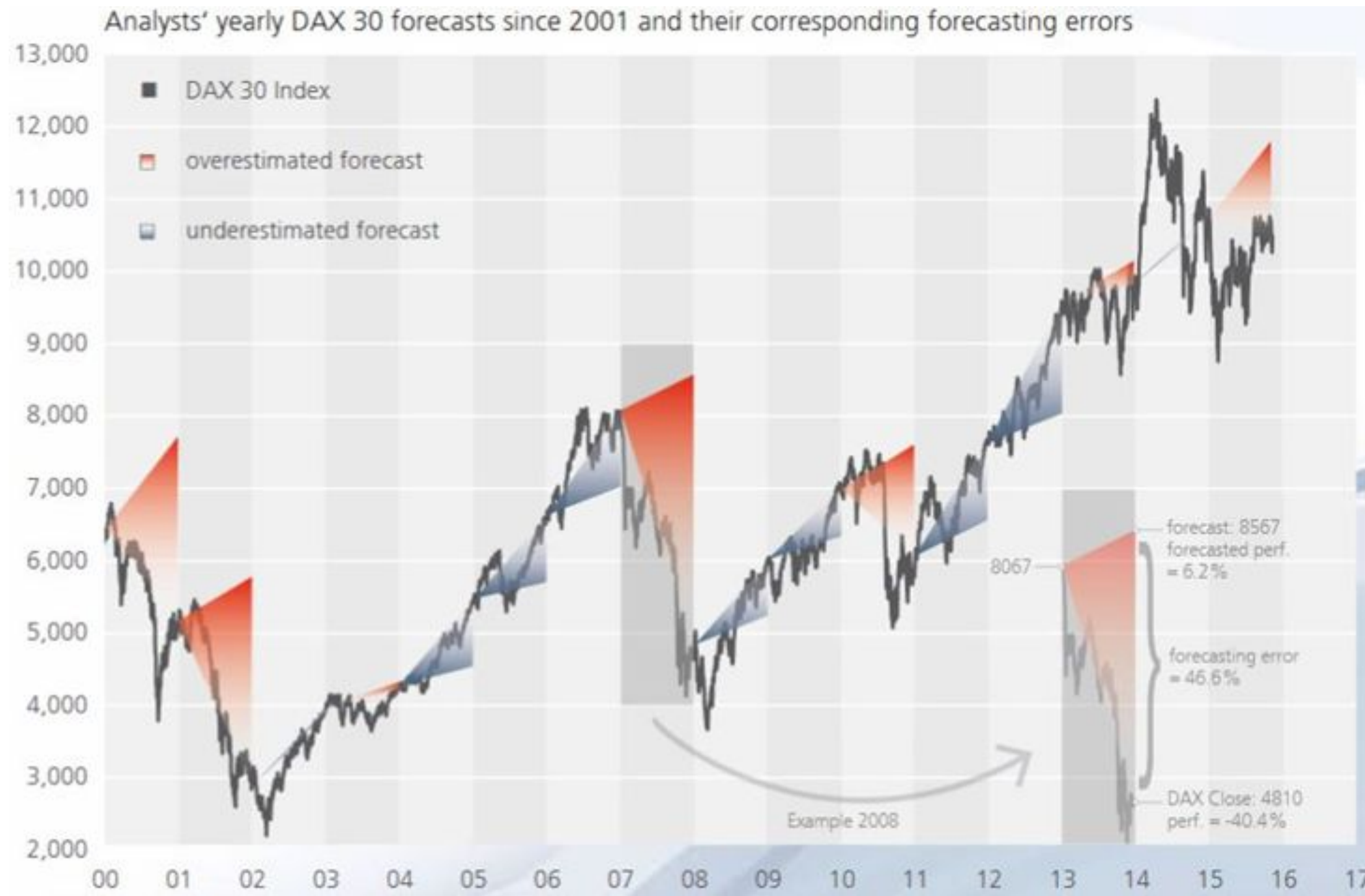


Индекс РТС, конец 2008 г.*:

- Консенсус-прогноз аналитиков = **2742 п.**
- Фактическое значение индекса = **632 п.**

* Журнал \$martMoney, 10 марта 2008

Ежегодные прогнозы аналитиков vs. DAX 30



Средняя ошибка прогноза аналитиков = 19%

Средняя ошибка «наивного» прогноза (+9% год.) = 19%



Портфель обезьянки Лукерии



Журнал «Финанс», 17/12/08

За 1 год:

- Индекс ММВБ: +107%
- Портфель Лукерии: +194% лучше 94% ПИФов акций и смешанных инвестиций

За 2 года:

- Индекс ММВБ: +160%
- Доходность ПИФов: +116%
- Портфель Лукерии: +301% лучше 86% ПИФов акций

«Шимпанзе с завязанными глазами кидая дротики в газету Wall Street Journal, может выбрать объект инвестиций столь же удачно, как и эксперты»

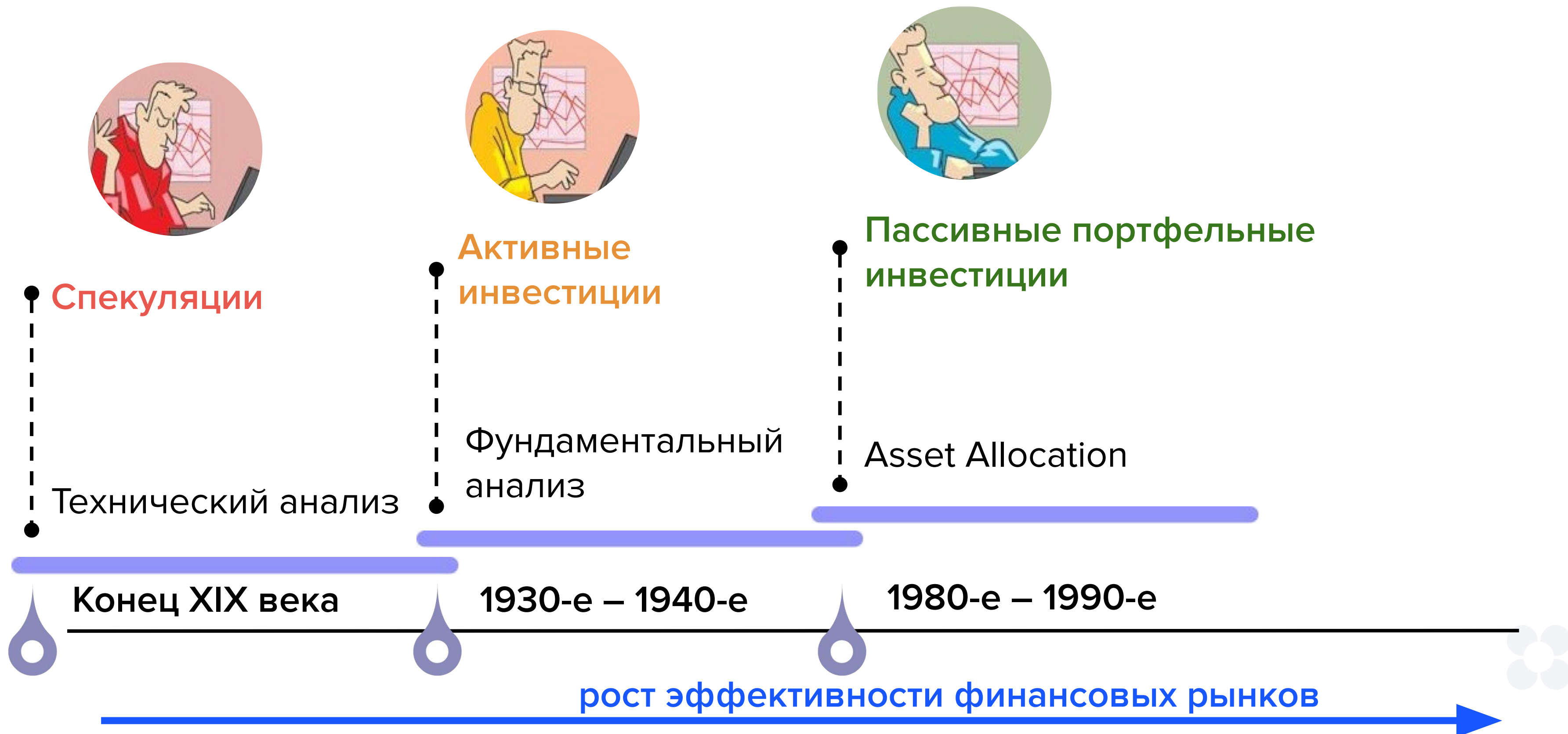


Бертон Мэлкил,
«Случайная прогулка по
Уолл-Стрит» 1973 г.



Три стратегии на рынках

3. Пассивные инвестиции

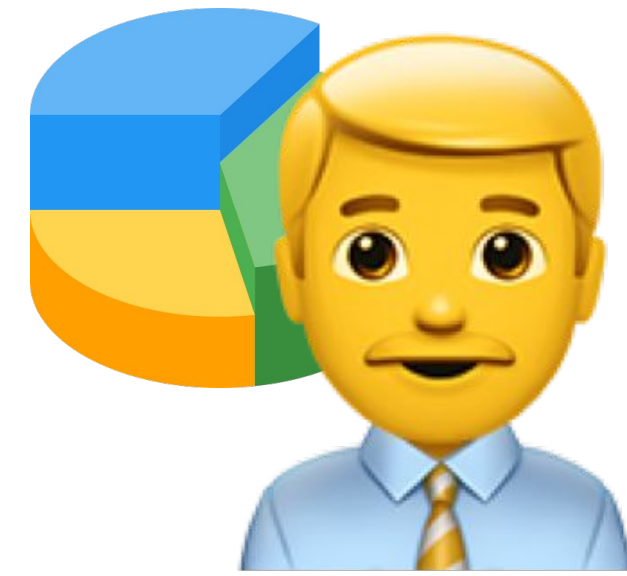


Распределение активов

Распределение активов (Asset Allocation)

стратегия формирования инвестиционного портфеля, распределение капитала между классами активов.

Оптимальный выбор сочетания и пропорций активов в портфеле помогает найти баланс между прибылью и риском, в соответствии с целями, сроками инвестирования, терпимостью к риску и другими особенностями инвестора



Пассивный инвестор



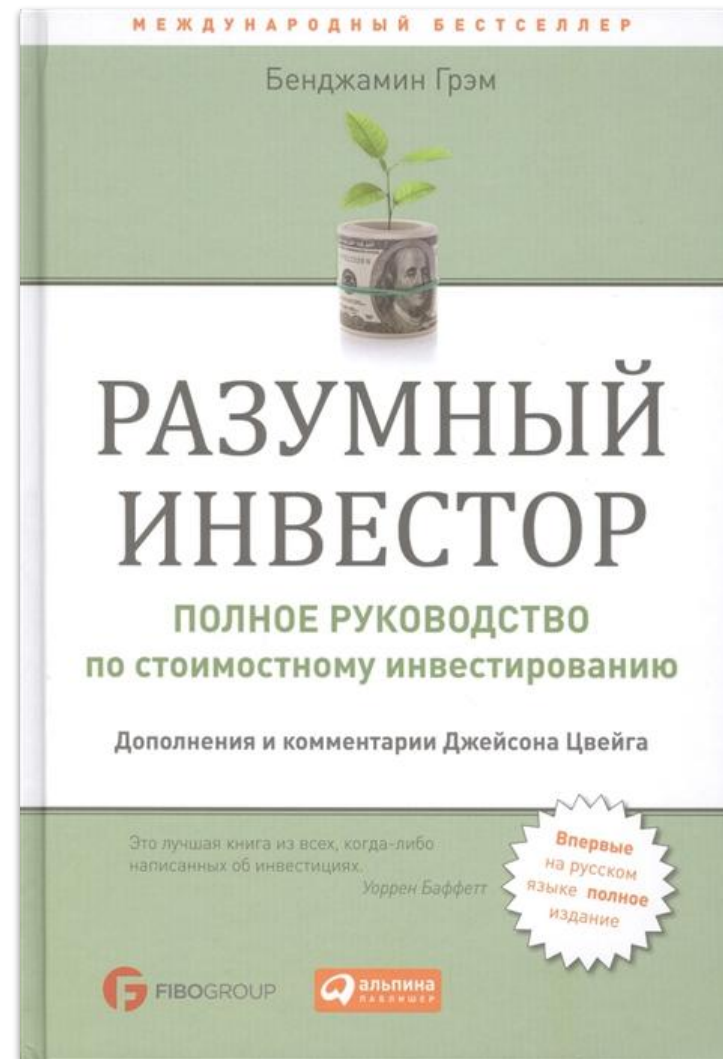
Пассивный инвестор в основном стремится избежать серьезных ошибок или потерь. Вторая его цель заключается в том, чтобы быть свободным от необходимости часто принимать решения.

Определяющая черта **Активного инвестора** – желание посвящать свое время и усилия выбору более привлекательных ценных бумаг. На протяжении многих десятилетий активный инвестор такого рода мог ожидать достойного вознаграждения за свои дополнительные навыки и усилия в виде более высокой средней доходности, чем у пассивного инвестора

Бенджамин Грэм
«Разумный инвестор», 1949 г..



Активный и пассивный инвестор



“

Агрессивный инвестор должен разбираться в стоимости ценных бумаг – настолько хорошо, чтобы его операции с ними можно было считать его бизнесом (...) Из этого следует, что большинству держателей ценных бумаг лучше выбрать оборонительную стратегию.

У большинства инвесторов нет времени, решимости, или интеллектуальных склонностей для ведения подобного бизнеса. Поэтому они должны довольствоваться умеренно высокой доходностью, доступной владельцам пассивных портфелей, и бороться с периодически возникающим искушением свернуть с этого пути в поисках высокой прибыли.

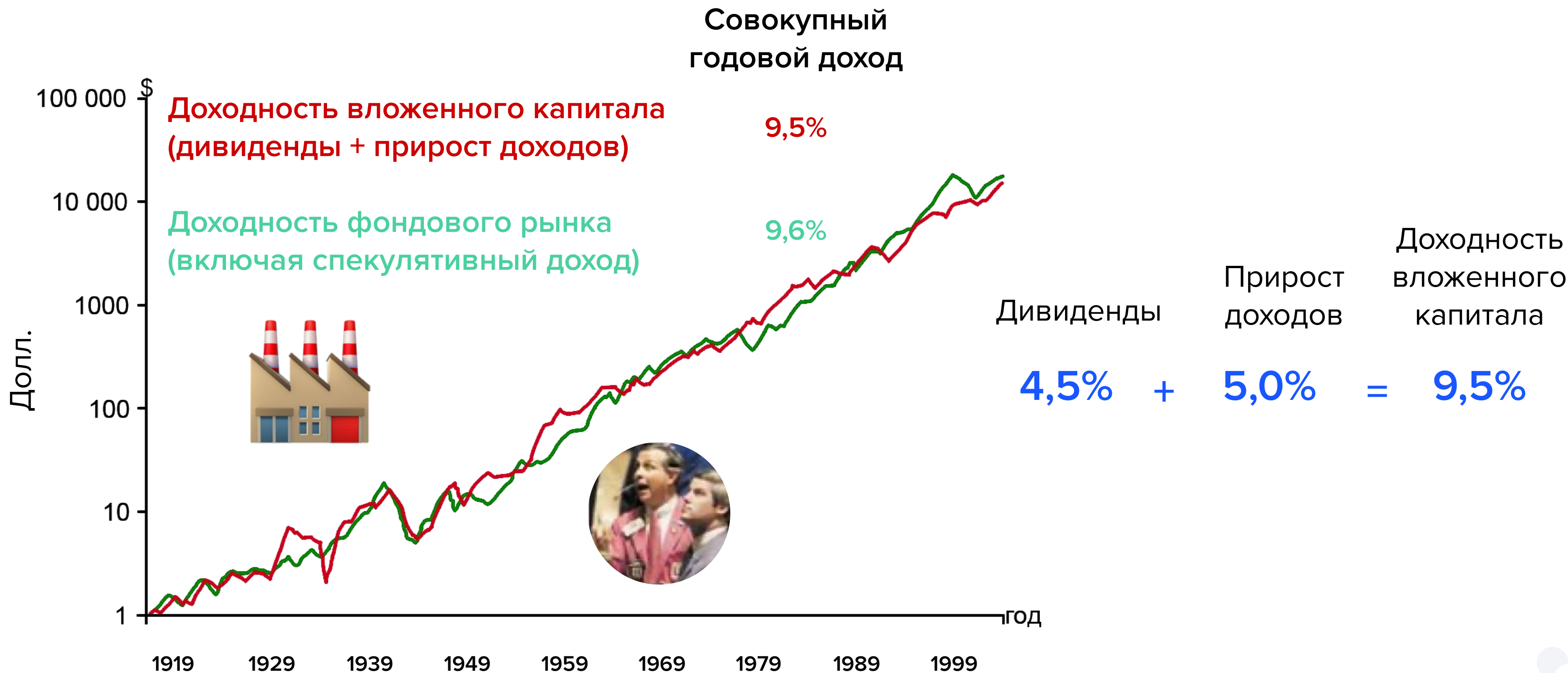


Бенджамин Грэм

«Разумный инвестор», 1949 г..



Инвестиционный доход и доходность фондового рынка, США



Современная портфельная теория



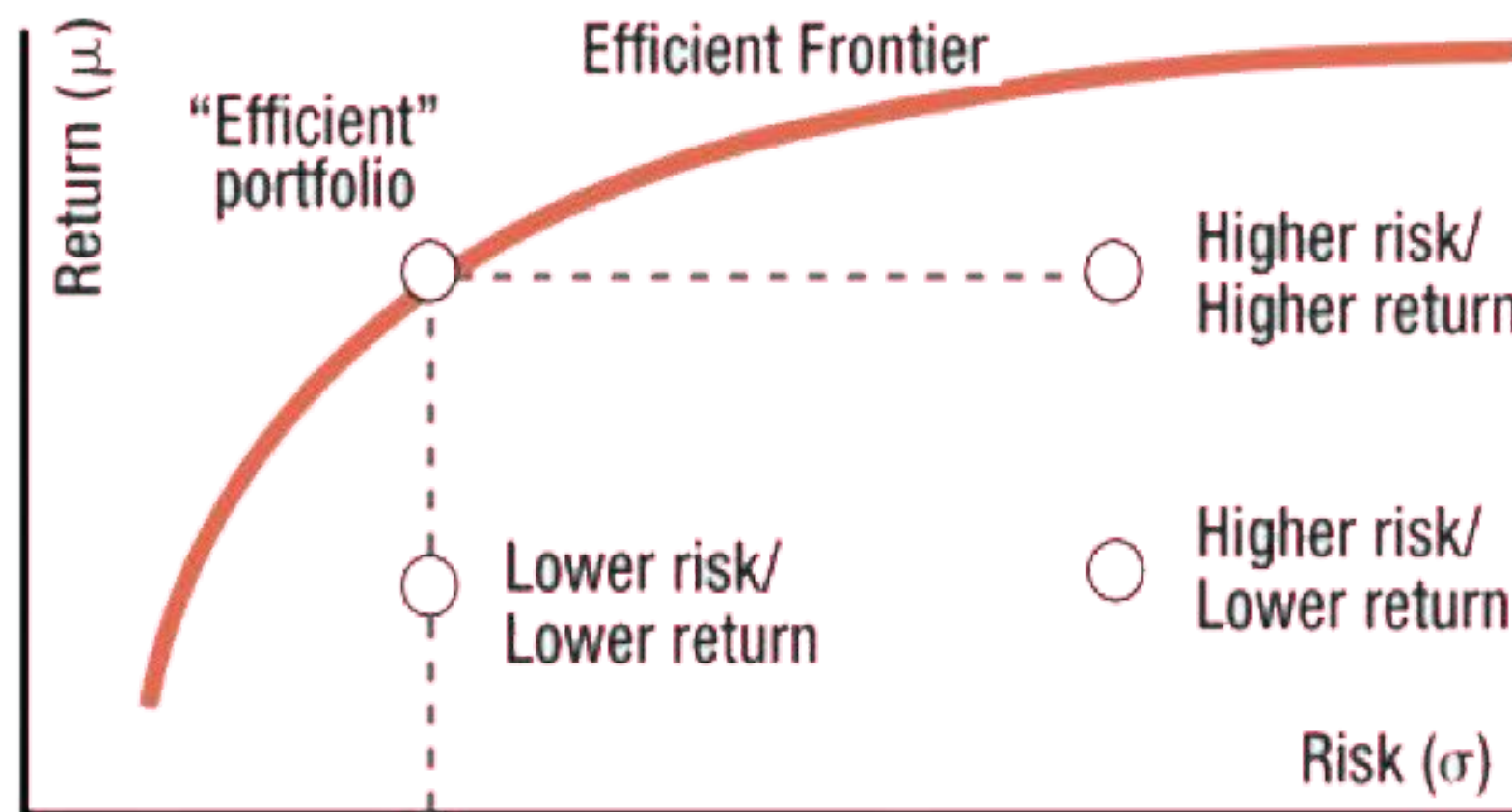
Гарри Марковиц,

1952 г.: «Portfolio selection»

1959 г.: «Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment»

Нобелевская премия по экономике в 1990 г.

Предложил формализацию понятий «доходность» и «риск», что позволило перевести задачу выбора оптимального портфеля на математический язык, показал важность учета корреляции активов



Рыночный риск

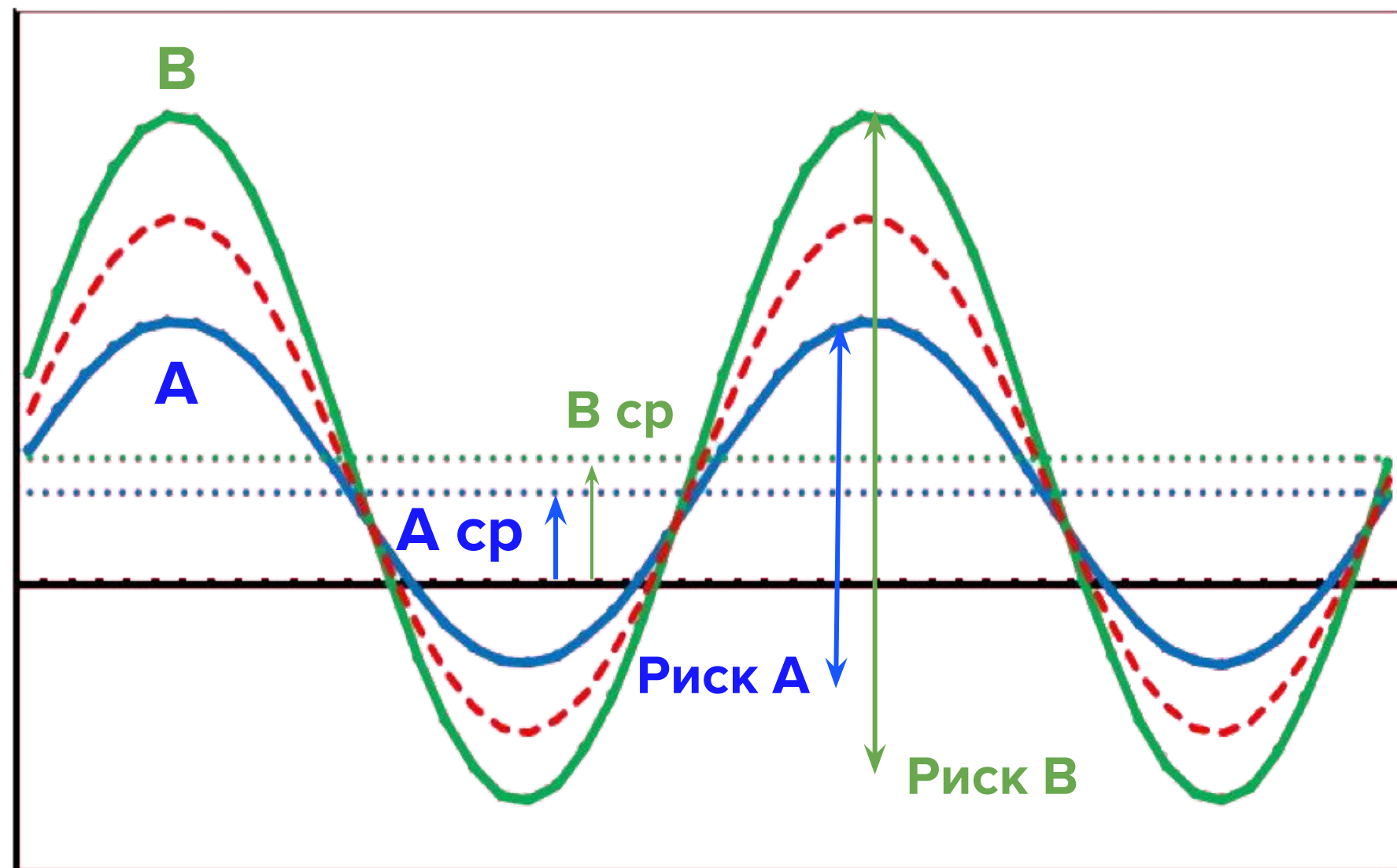
Рыночный риск – риск снижения стоимости активов вследствие изменения рыночных факторов.

Рыночный риск часто оценивают через **волатильность** - статистический показатель, характеризующий тенденцию рыночной цены или дохода изменяться во времени.

Среднеквадратичное (стандартное) отклонение (СКО, St.D – Standard Deviation) – мера того, насколько широко разбросаны точки данных относительно их среднего. Показывает абсолютное отклонение измеренных значений от среднеарифметического.



Два актива и портфель



— - **Актив А**

низкая прибыль, низкий риск

— - **Актив В**

высокая прибыль, высокий
риск

--- - **Портфель**

50% А + 50% В средняя
прибыль средний риск

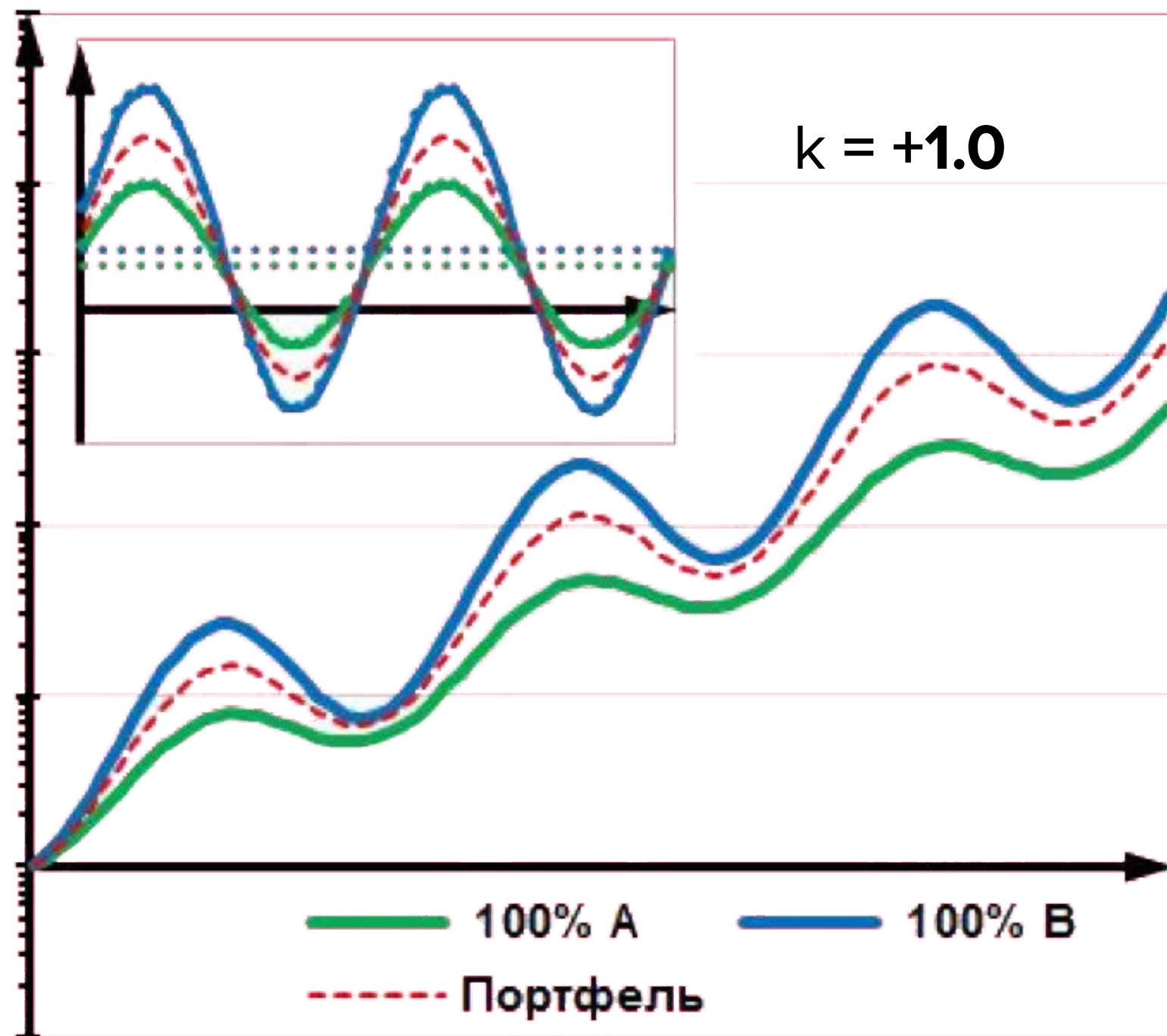
Прибыль = средняя за период доходность

Риск = волатильность, размах колебаний

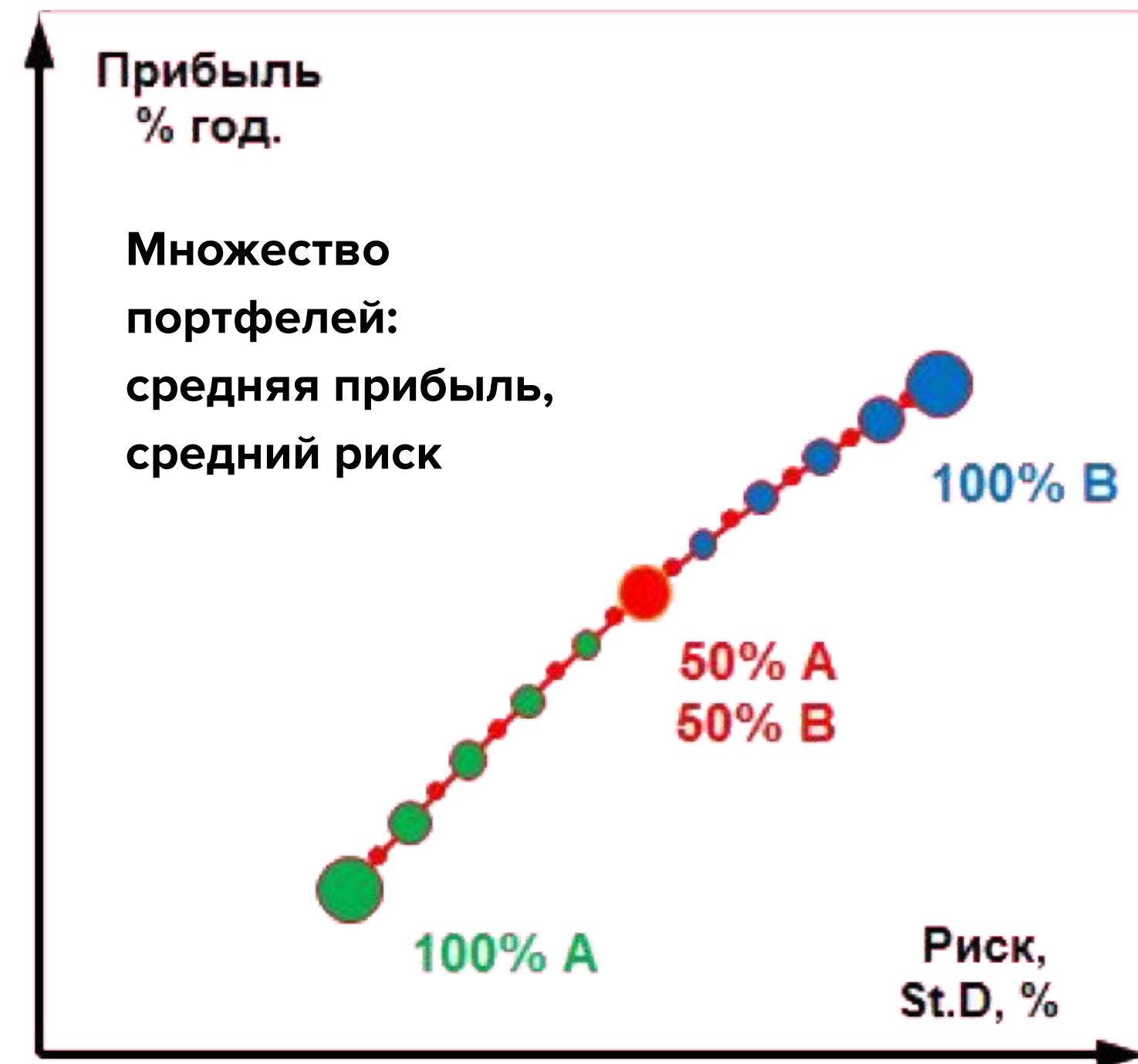
(в портфельной теории риск принято рассчитывать как стандартное (среднеквадратичное) отклонение прибыли от среднего значения)



Риск и прибыль портфеля при высокой корреляции активов



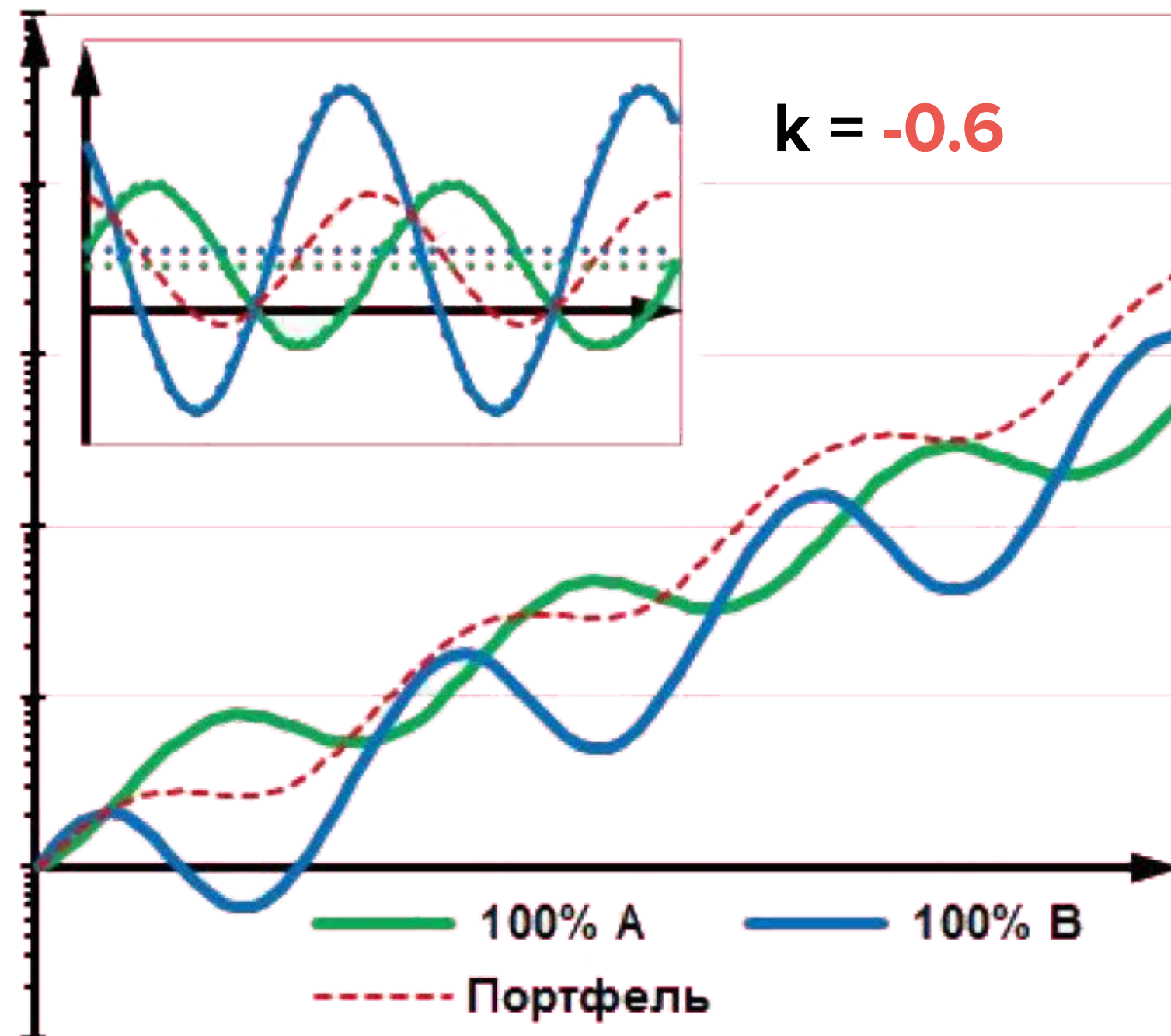
Стоимость портфеля нарастающим
итоном



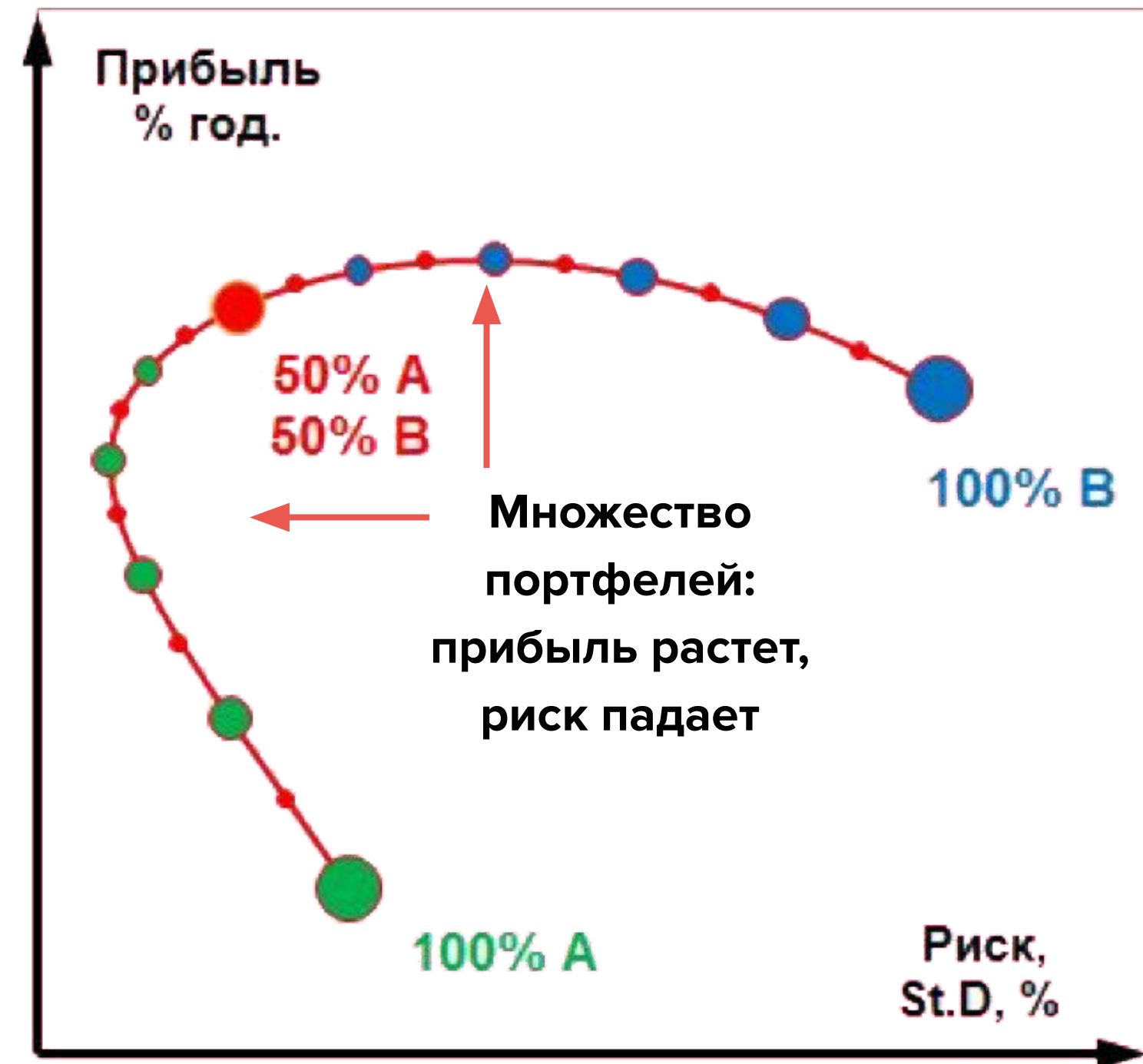
Риск и прибыль семейства
портфелей



Риск и прибыль портфеля при низкой корреляции активов



Стоимость портфеля нарастающим
итогом



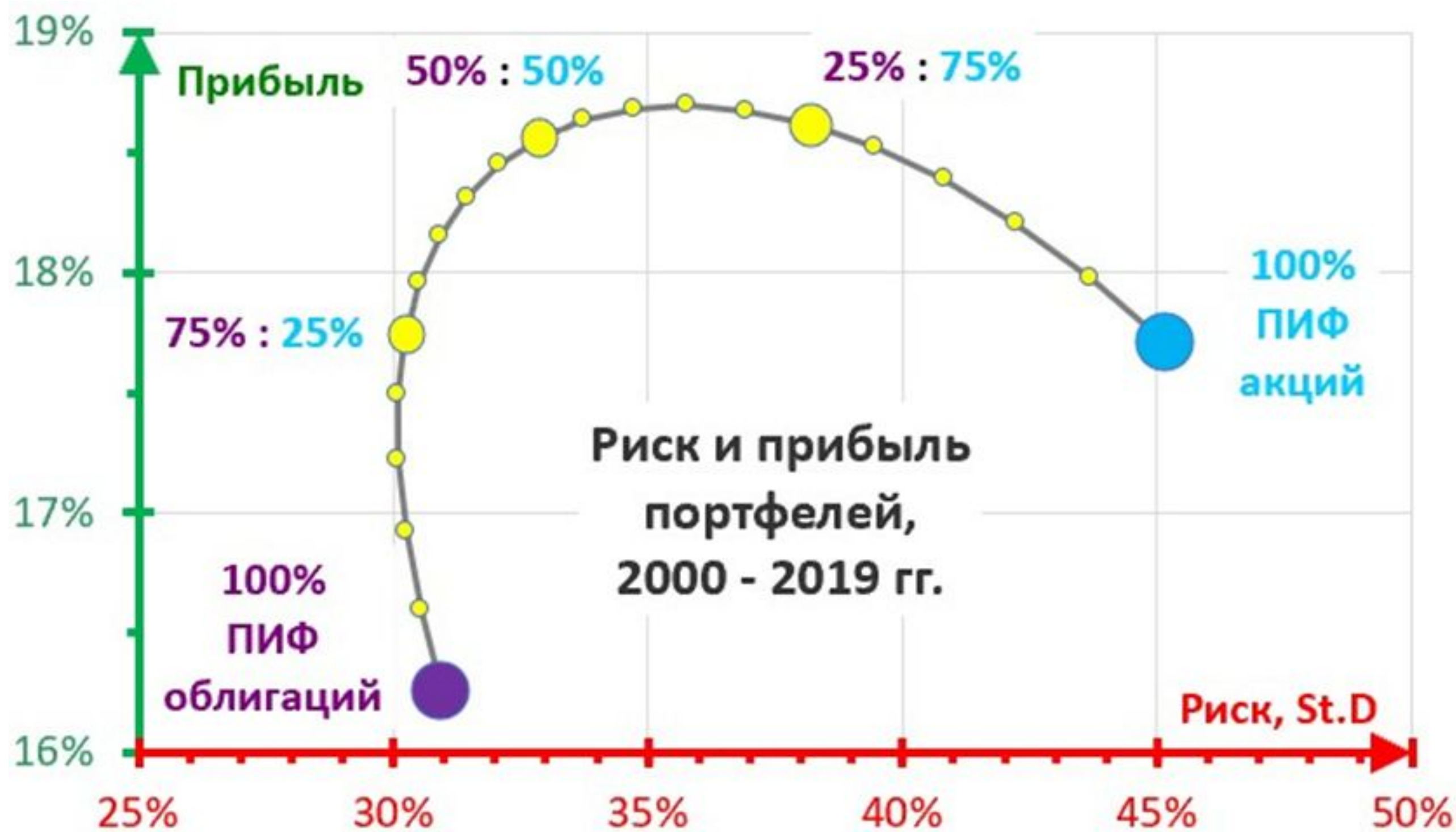
Риск и прибыль семейства
портфелей



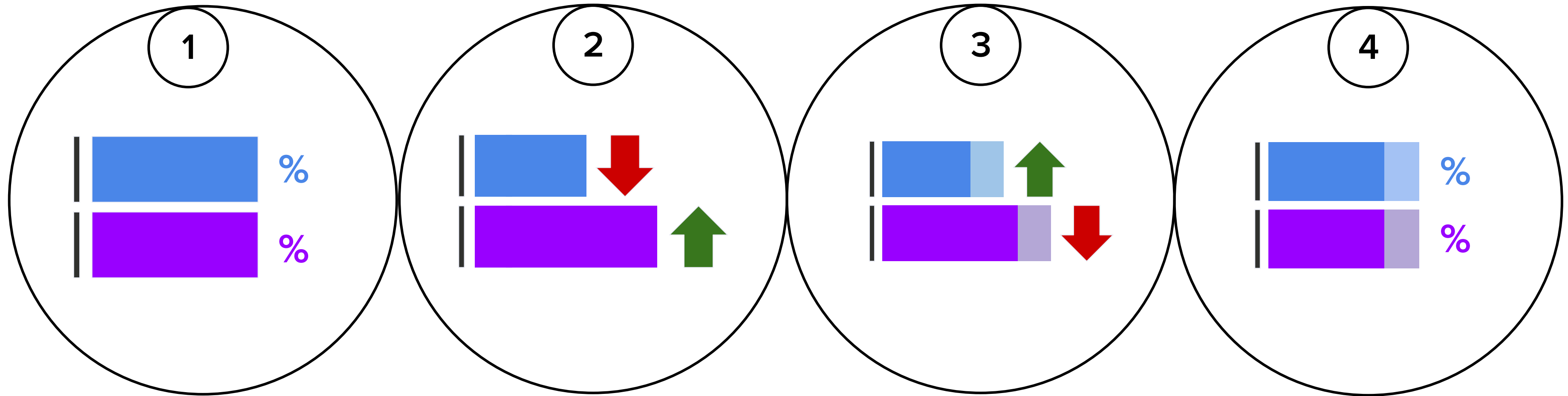
дата	ПИФ акций «Добрыня Никитич»		ПИФ облигаций «Илья Муромец»		Портфель 50%«ДН» : 50%«ИМ»	
31.12.99	540,08		1 818,18		100,00	
31.12.00	606,52	12,3%	4 107,58	125,9%	169,11	69,1%
31.12.01	1 253,94	106,7%	5 897,85	43,6%	269,22	75,2%
31.12.02	1 851,79	47,7%	7 569,17	28,3%	408,81	38,0%
31.12.03	2 607,48	40,8%	9 159,94	21,0%	535,18	30,9%
31.12.04	3 116,65	19,5%	10 397,12	13,5%	623,57	16,5%
31.12.05	5 854,48	87,8%	11 821,31	13,7%	940,17	50,8%
31.12.06	8 651,54	47,8%	12 782,30	8,1%	1 202,97	28,0%
31.12.07	9 457,08	9,3%	13 793,27	7,9%	1 306,55	8,6%
31.12.08	2 738,07	-71,0%	9 726,63	-29,5%	649,81	-50,3%
31.12.09	6 510,21	137,8%	15 676,50	61,2%	1 269,17	99,5%
31.12.10	8 256,71	26,8%	18 364,51	17,1%	1 581,16	22,0%
31.12.11	6 041,56	-26,8%	19 926,27	8,5%	1 436,29	-9,2%
31.12.12	6 483,72	7,3%	22 323,20	12,0%	1 575,23	9,7%
31.12.13	6 843,69	5,6%	23 455,99	5,1%	1 658,93	5,3%
31.12.14	5 503,94	-19,6%	18 437,41	-21,4%	1 319,08	-20,5%
31.12.15	7 575,45	37,6%	24 912,61	35,1%	1 798,94	36,4%
31.12.16	9 642,01	27,3%	28 232,65	13,3%	2 164,18	20,3%
31.12.17	9 306,92	-3,5%	31 520,86	11,6%	2 252,60	4,1%
31.12.18	10 364,49	11,4%	32 361,31	2,7%	2 410,64	7,0%
31.12.19	14 063,84	35,7%	36 927,53	14,1%	3 010,92	24,9%
прибыль капитал риск	17,7% год. рост в 26,0 раз $\sigma = 45\%$		16,2% год. рост в 20,3 раз $\sigma = 31\%$		18,6% год. рост в 30,1 раз $\sigma = 33\%$	



Риск и прибыль портфелей Россия, 2000 - 2019 гг.



Восстановление баланса активов в портфеле



В зависимости от множества факторов - инвестиционный горизонт, риск и т.д. - выбираем распределение активов в портфеле

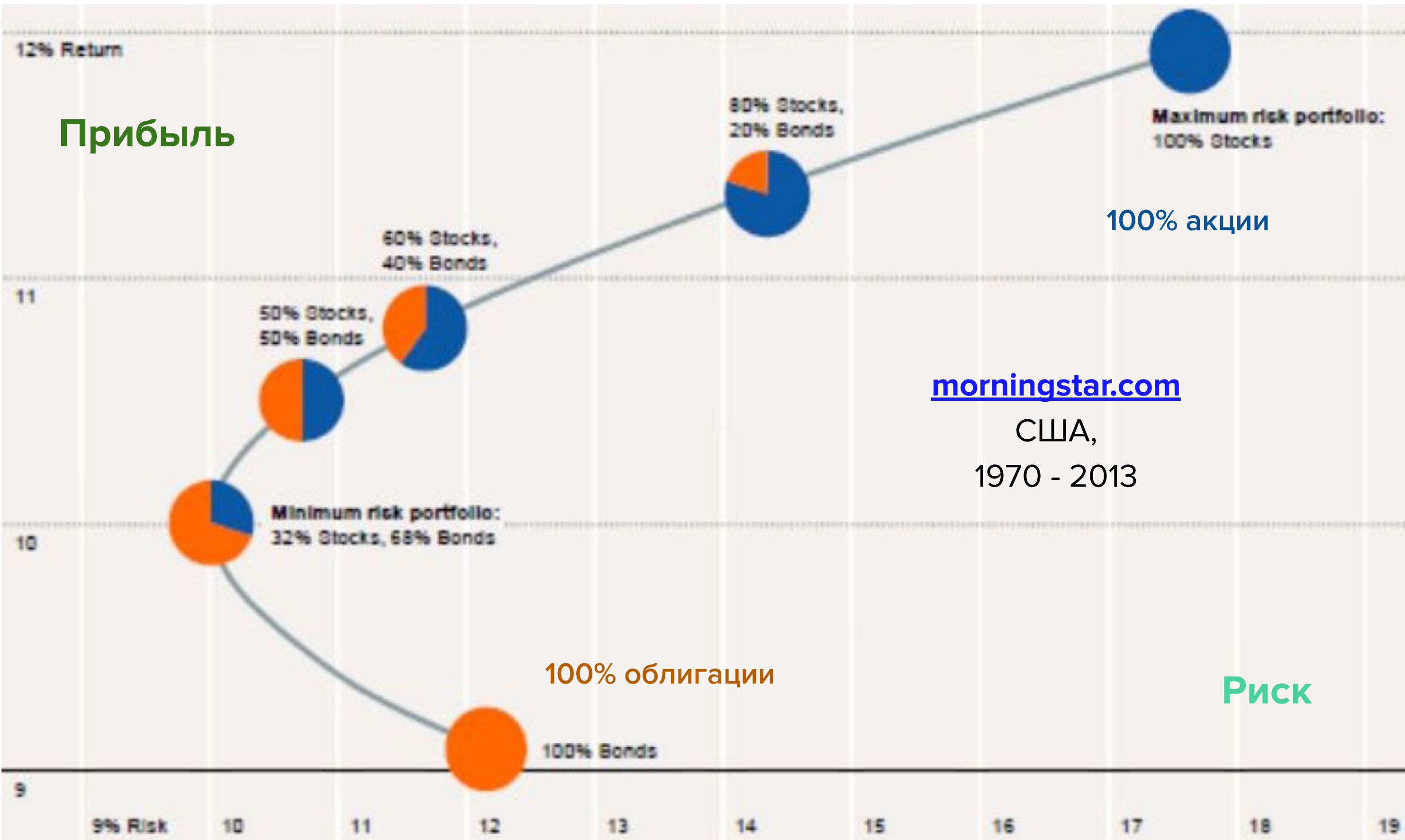
Под воздействием рынка цены активов меняются в разной степени, распределение активов нарушается

Восстанавливая распределение активов, **продаем** часть переоцененных активов и **докупаем** на эти деньги недооцененные активы

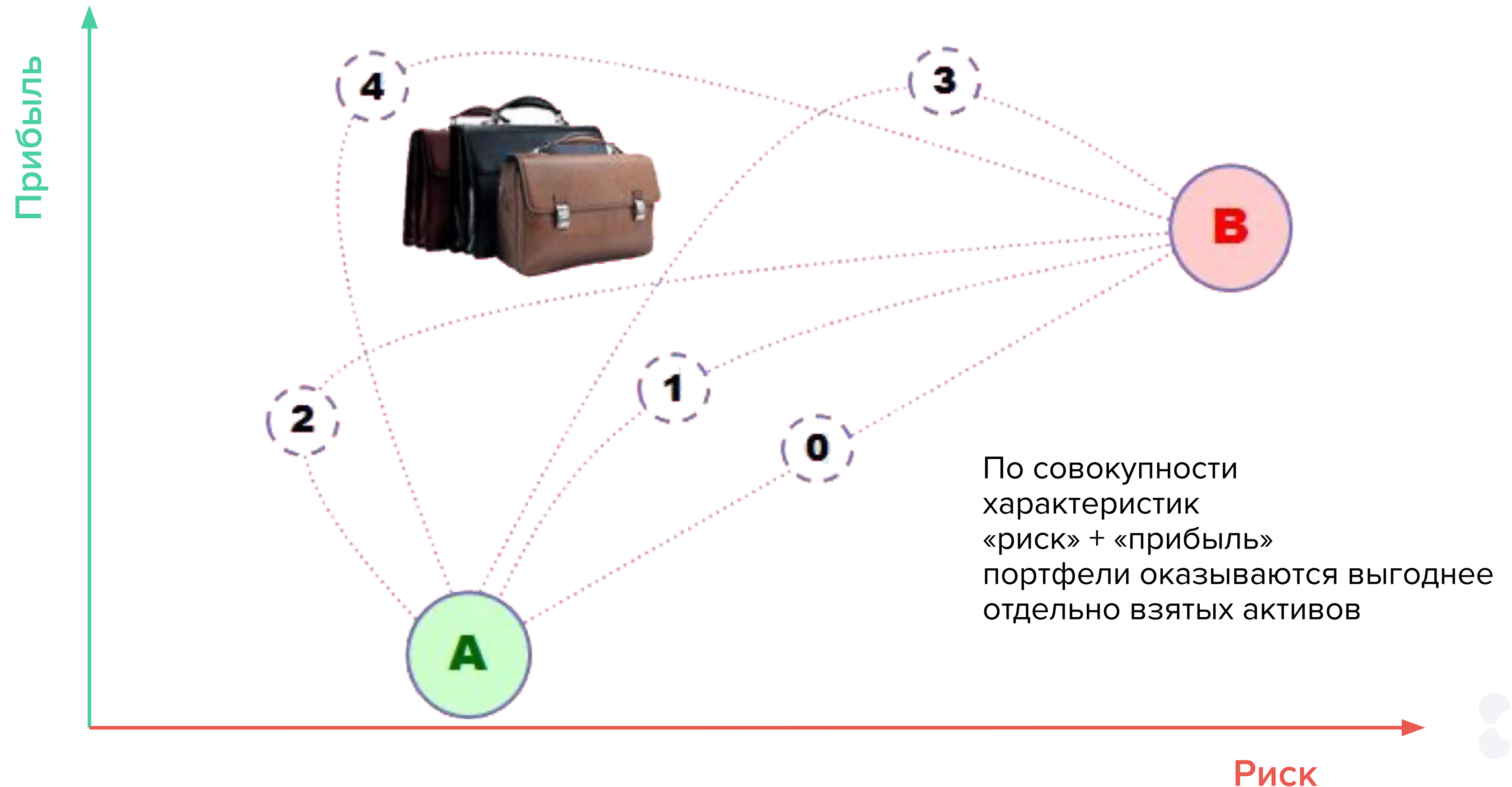
Распределение активов в портфеле возвращается к своему исходному состоянию при новом уровне капитала



Риск vs. прибыль



Риск и прибыль при портфельных инвестициях



Риск и прибыль при портфельных инвестициях

Прибыль



Подходящий для инвестора портфель находится в точке касания границы эффективности портфеля и кривой отношения к риску конкретного инвестора



Инвестиционный портфель должен быть индивидуальным!



1976 г. «Разговор с Бенджаминном Грэмом»



«При подборе акций в портфель, Вы советуете тщательное изучение и отбор среди различных эмитентов?»

В целом, нет. Я больше не сторонник сложных методов анализа ценных бумаг, чтобы отыскивать улучшенные возможности. Эта деятельность была полезной, скажем, 40 лет назад, когда наш учебник «Грэма и Додда» был впервые опубликован. Но с тех пор ситуация изменилась.

В старые времена любой хорошо обученный специалист по ценным бумагам мог провести хорошее профессиональное исследование по подбору недооцененных бумаг с помощью подробного анализа. Однако, в свете огромного количества исследований, которые в настоящее время ведутся, я сомневаюсь, что в большинстве случаев такие обширные усилия приведут к результатам, которые смогут оправдать их стоимость. В весьма ограниченной степени я сейчас нахожусь на стороне концепции «эффективного рынка», которой, как правило, придерживаются преподаватели.»

Появление индексных фондов

1976 г. –

Создание первого открытого
пассивного (индексного)
фонда **Vanguard Group's First
Index Investment Trust**

\$11,3 млн. под управлением



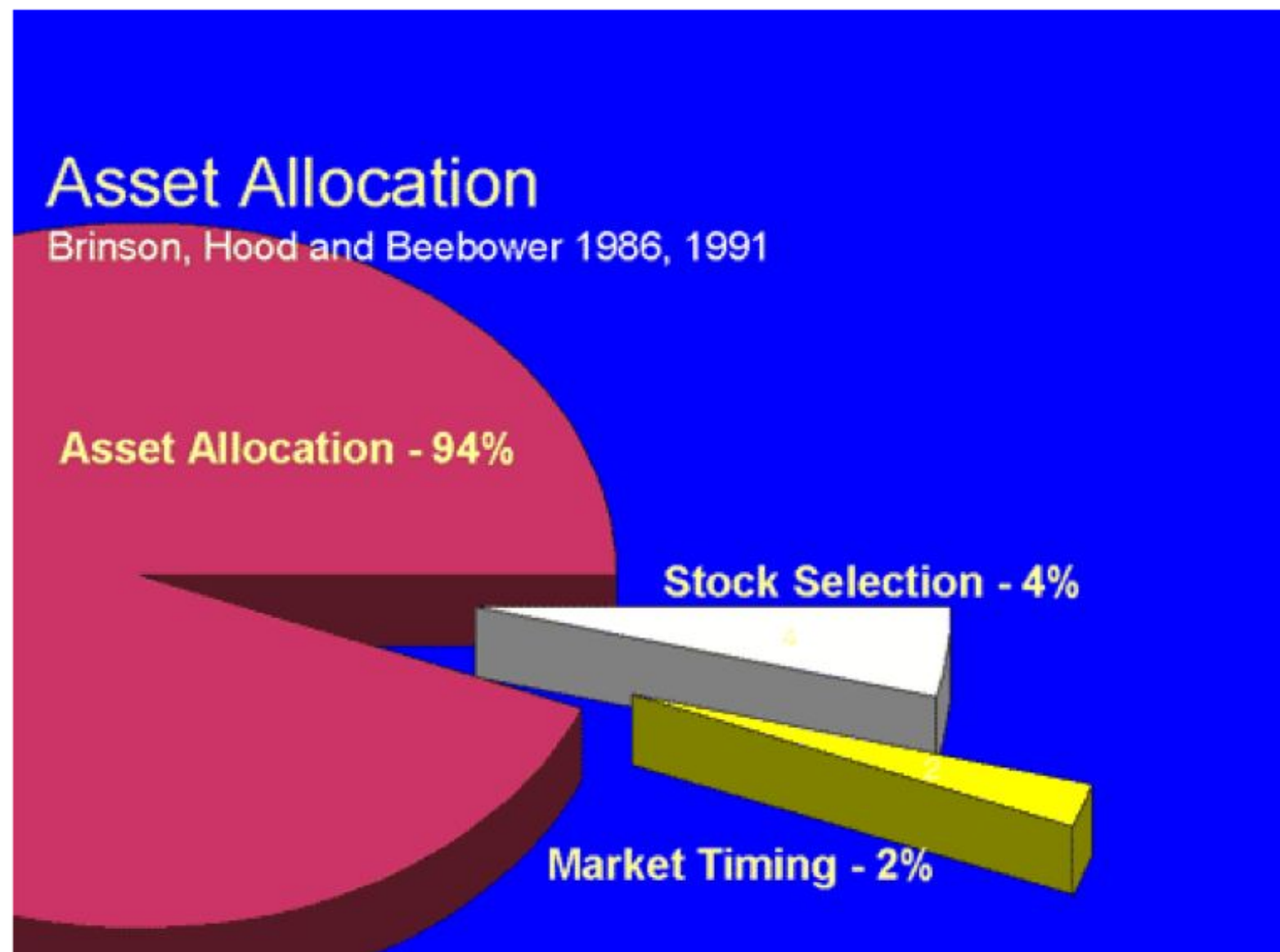
2019 г. – **Vanguard 500 Index Fund**,
свыше **\$500 млрд.** под управлением

Всего в индексных фондах –
более \$5 трлн.



Влияние факторов на результаты инвестиций

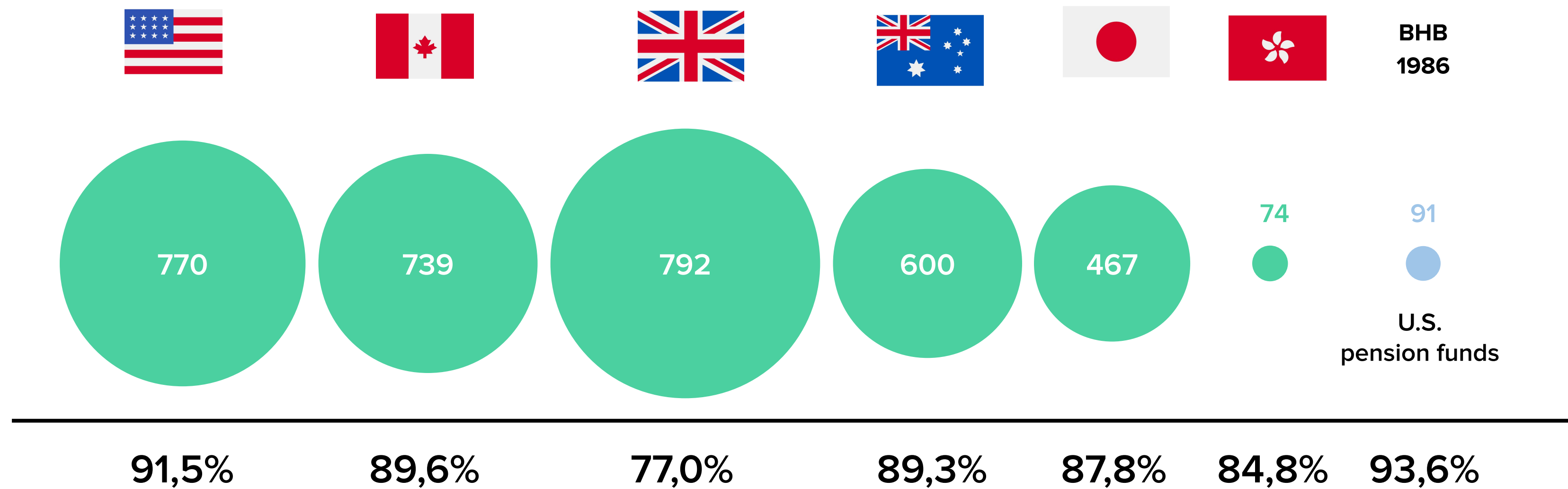
1986 г. - Gary Brinson, Randolph Hood, Gilbert Beebower,
«Determinants of Portfolio Performance»
(«Определяющие факторы эффективности портфеля»)



Влияние факторов на результаты инвестиций:

- **Распределение активов – 94%**
- **Выбор акций – 4%**
- **Время операций – 2%**

Влияние факторов на результаты инвестиций



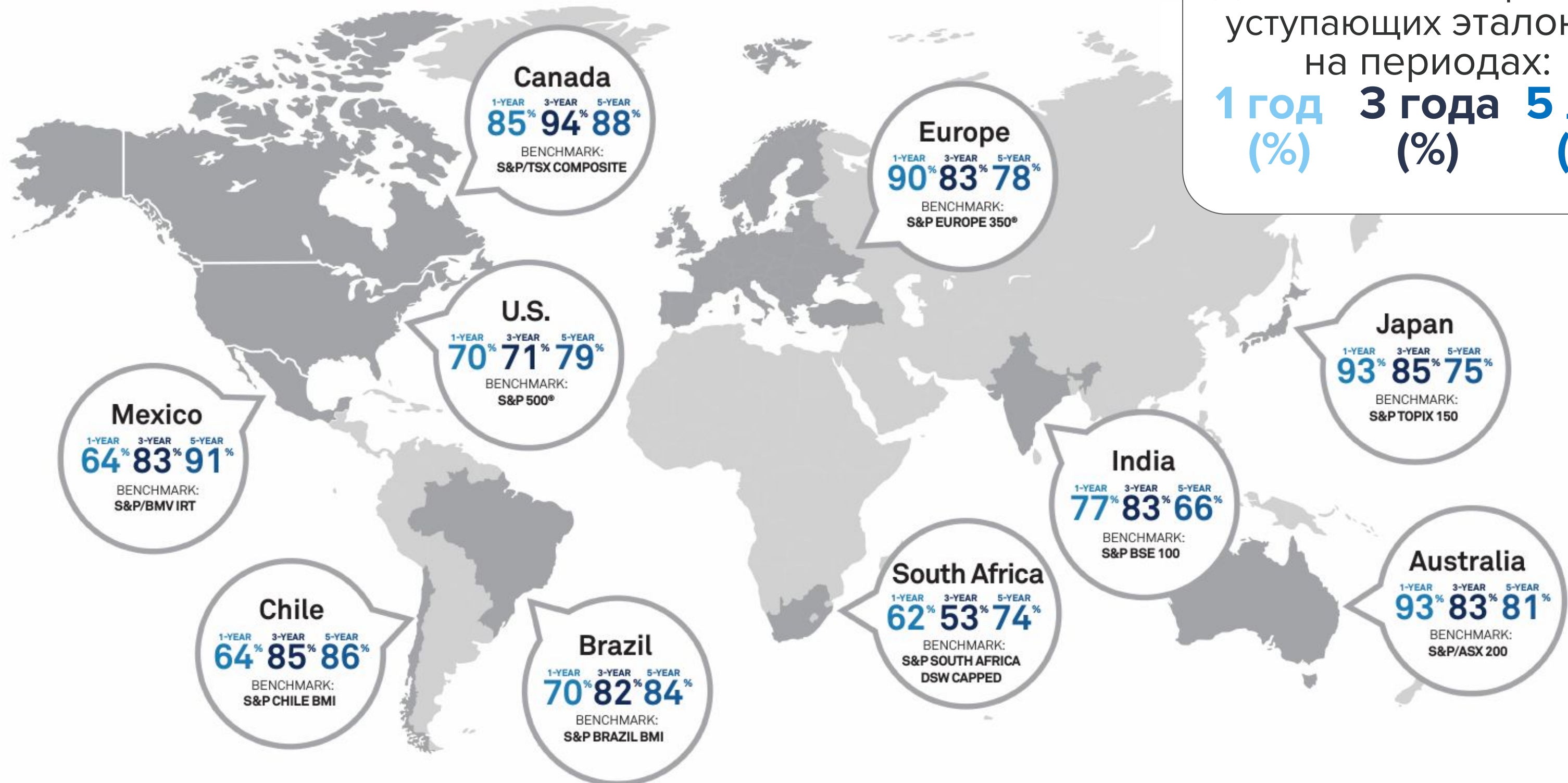
- Количество сбалансированных фондов в исследовании
- Влияние распределения активов на результаты (%)

Источник: «Vanguard’s framework for constructing globally diversified portfolios»

Активные фонды уступают бенчмаркам

Доля активных фондов,
уступающих эталонам
на периодах:

1 год **3 года** **5 лет**
(%) (%) (%)



Чем объясняются результаты — умением или везением?

Везение
(удача)



Умение
(мастерство)



Критерий

- статистически подтверждаемая повторяемость (предсказуемость) результатов.



Прошлые победители не повторяют своих успехов

Выбор активных управляющих по
прошлым результатам не приносит успеха

Пред. год	След. трехлетний период				
	Квартиль №1 (самые лучшие)	Квартиль №2 (лучше среднего)	Квартиль №3 (хуже среднего)	Квартиль №4 (самые худшие)	Прекратили работу X
Квартиль №1	16,5%	21,4%	25,8%	29,5%	6,7%
Квартиль №2	27,1%	23%	21,8%	19,1%	8,7%
Квартиль №3	26,3%	21,9%	19,9%	16%	15,8%
Квартиль №4	15,1%	18,7%	17,3%	20,4%	28,3%

Изменения позиций
управляющих в
рэнкингах напоминают
случайные

Асват Дамодаран
«Активные инвестиции
— смерть или
возрождение?»

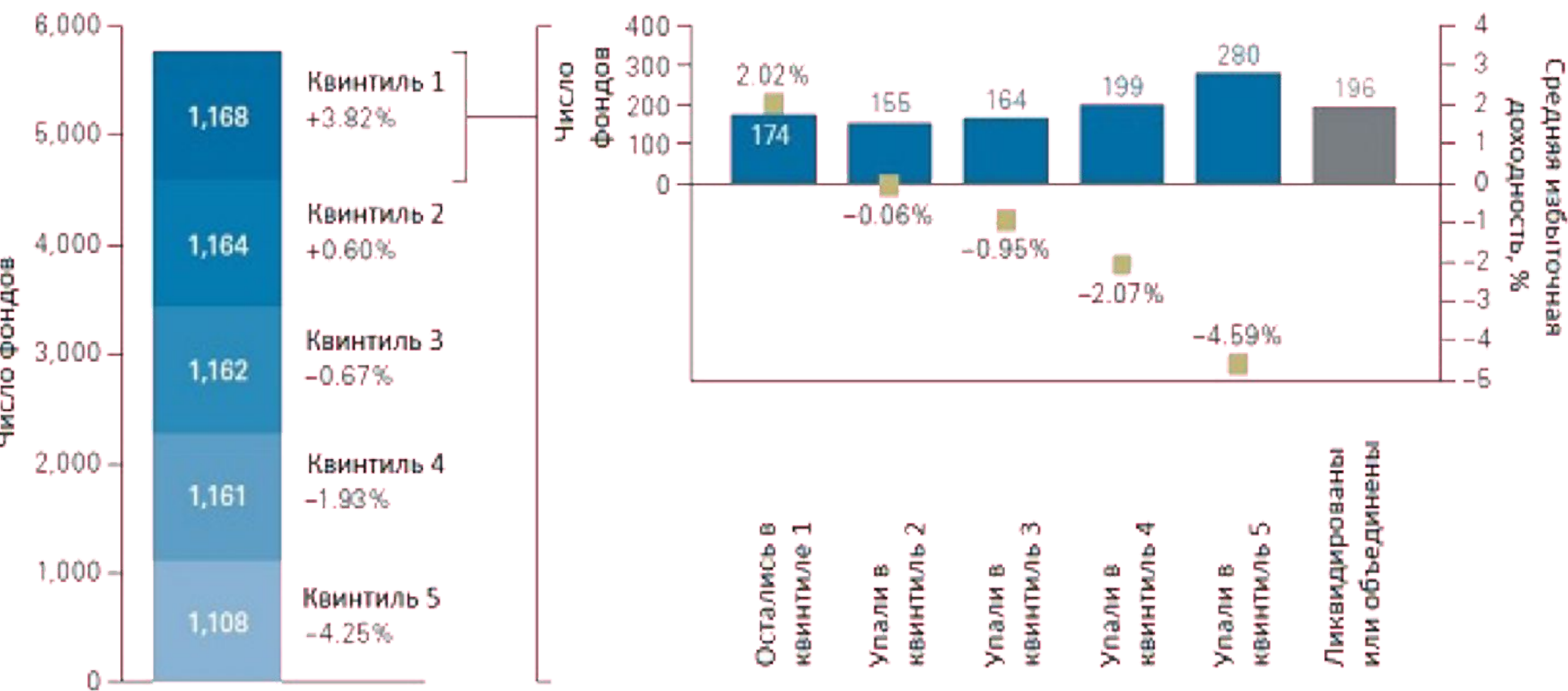


Лучшие фонды легко сдают позиции

Vanguard «Общие принципы построения диверсифицированных портфелей»
assetallocation.ru/vanguard-portfolio
assetallocation.ru/vanguard-portfolio

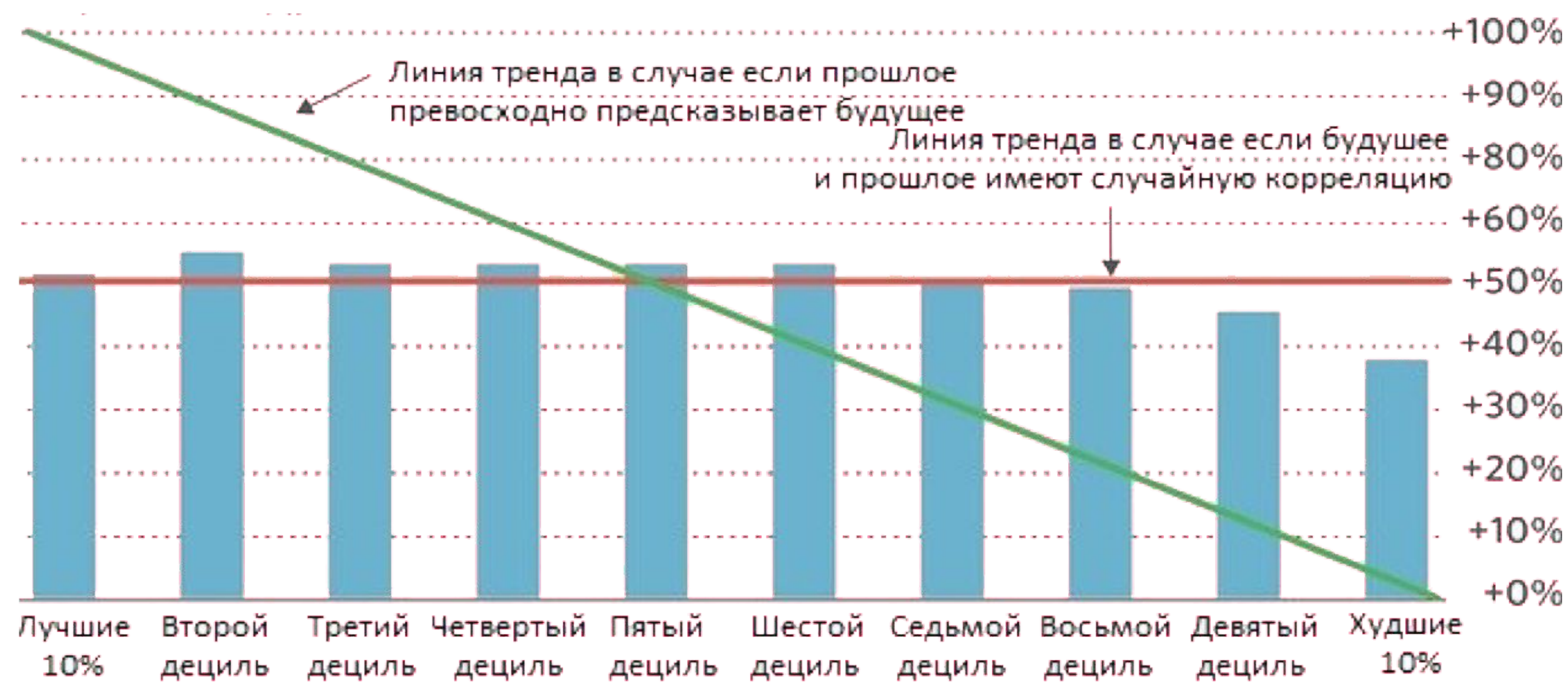
Фонды, ранжированные по избыточной доходности относительно бенчмарка
Январь 2003 - декабрь 2007

Избыточная доходность и ранкинги
для фондов из верхнего квинтиля
Январь 2008 ; декабрь 2012



Позволяет ли прошлое предсказывать будущее?

Средний процентиль ранга в году N°2 как функция от ранга в году N°1



Примечание: 1981 - 2016 гг.
Источник: HulbertRatings.com



Прошлые победители не повторяют своих успехов

Выбор активных управляющих по прошлым данным не приносит успеха



Управляющие,
названные Morningstar
лучшими, не могут
повторить успехи

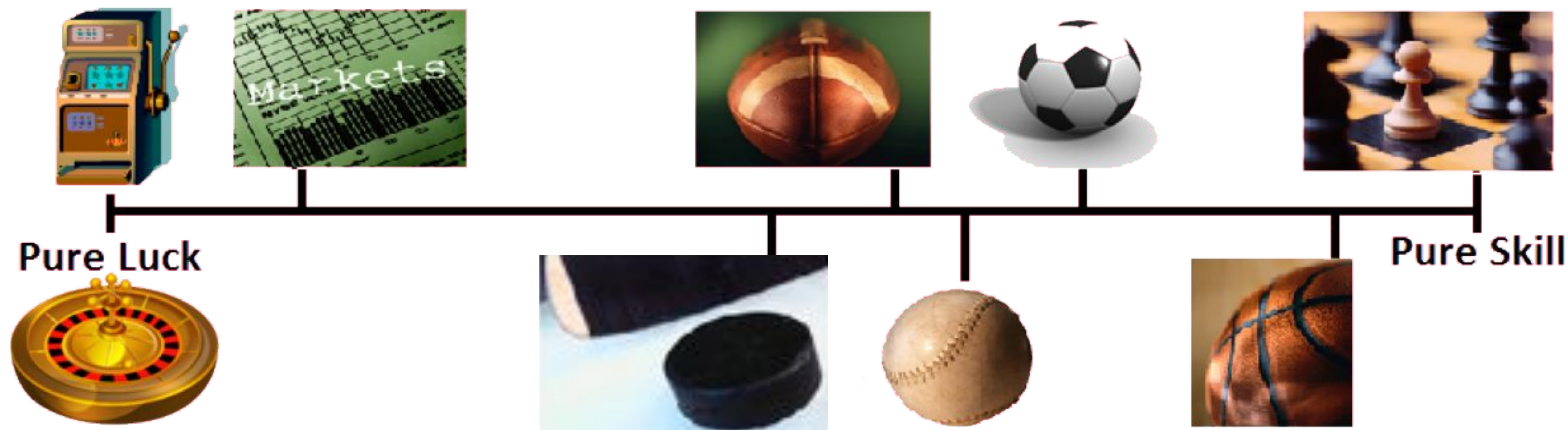
Асват Дамодаран
«Активные инвестиции
— смерть или
возрождение?»



Чем объясняются результаты — умением или везением?

Везение
(удача)

Умение
(мастерство)



На эффективных рынках результаты управления активами в
гораздо большей степени объясняются
удачей (везением) чем **умением (мастерством)**



Как определить будущих победителей?

Какие факторы позволяют определить будущую доходность управляющих?



Предыдущая доходность



Волатильность результатов



Количество лет на рынке



Рейтинги и награды



...

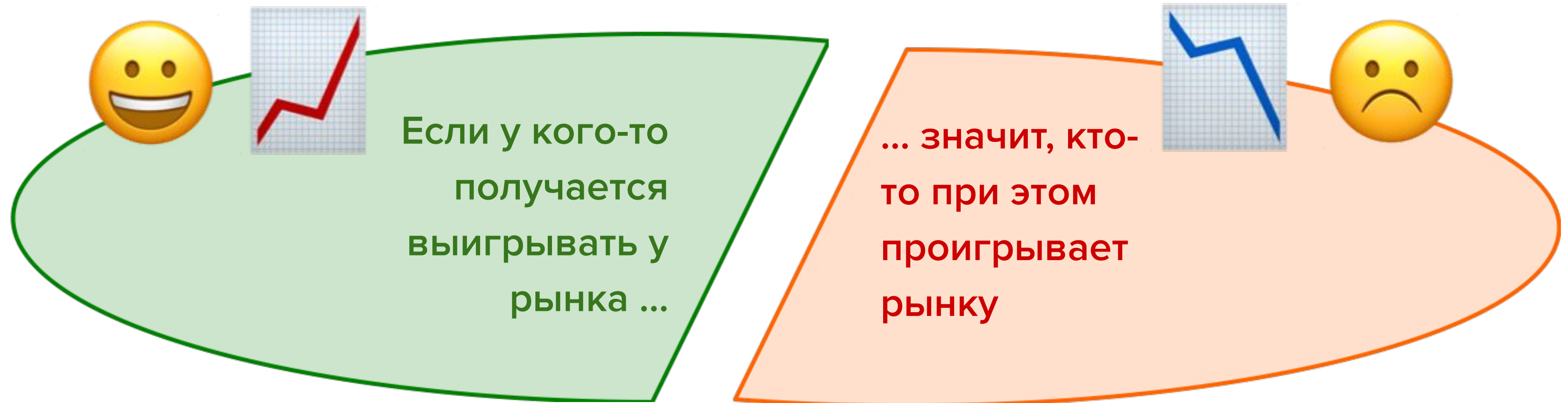


Расходы на управление (единственный критерий,
статистически обладающий предсказательной силой)



Простая математика

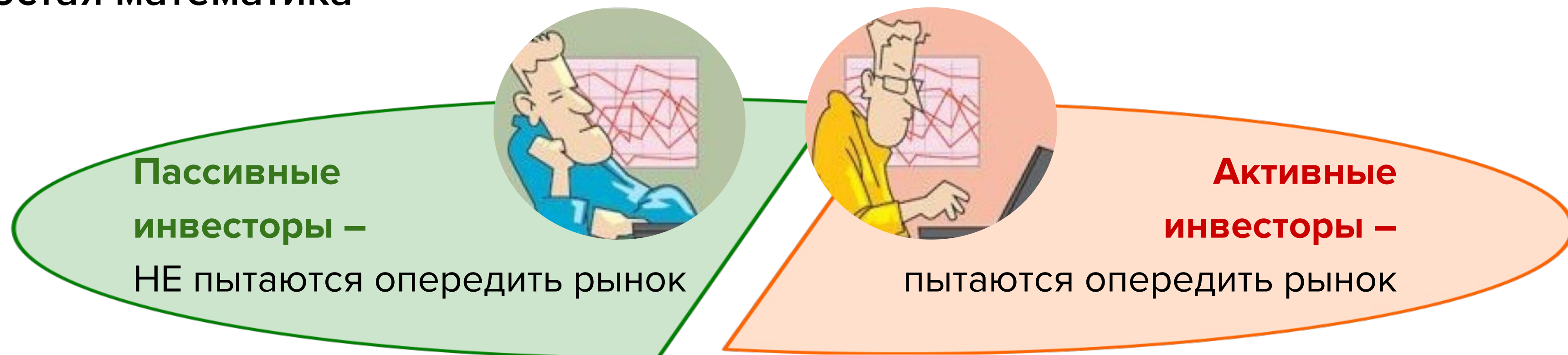
Результаты рынка как системы в целом складываются из результатов всех его участников



Все не могут выигрывать,
выигрыши одних получаются только за счет
проигрышей других



Простая математика



Если **пассивные инвесторы** (в целом, как группа) получают доходность рынка...

... то и **активные инвесторы** (в целом, как группа) получают доходность рынка...

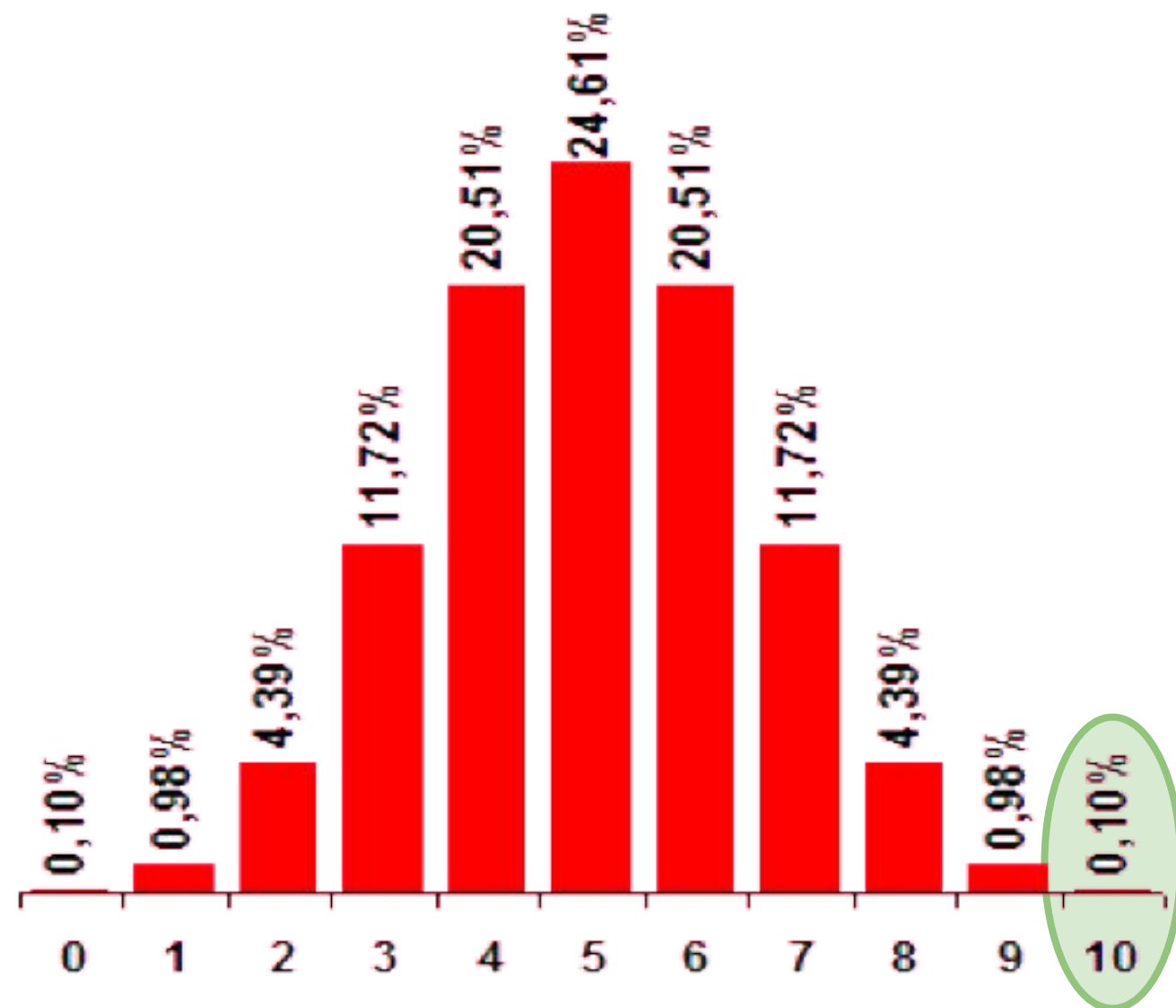
... но у **пассивных инвесторов** издержки ниже... ... а у **активных инвесторов** издержки выше



Закономерное следствие:

результаты **пассивных инвесторов** (в целом, как группы), опережают результаты **активных инвесторов** (в целом, как группы) **при минимальных затратах времени и без требований к опыту!**

Умение или везение?



Распределение
вероятностей
результатов в игре
в «орлянку»



«Профессор Барр Розенберг разработал статистический метод определения периода, на протяжении которого менеджер должен показывать результаты выше средних для получения уверенности в том, что это следствие мастерства, а не просто везение. Расчет с использованием этого метода показывает, что такой период, как правило, очень продолжителен – до нескольких десятилетий»

Проблемы

Проблема 1. Попытки обыграть рынок обычно приводят к обратному результату. Доля проигрывающих рынку растет с увеличением горизонта инвестиций.

Проблема 2. Отдельные победители не в состоянии повторять свои результаты. Успехи большинства из них объясняются удачей, а не мастерством.

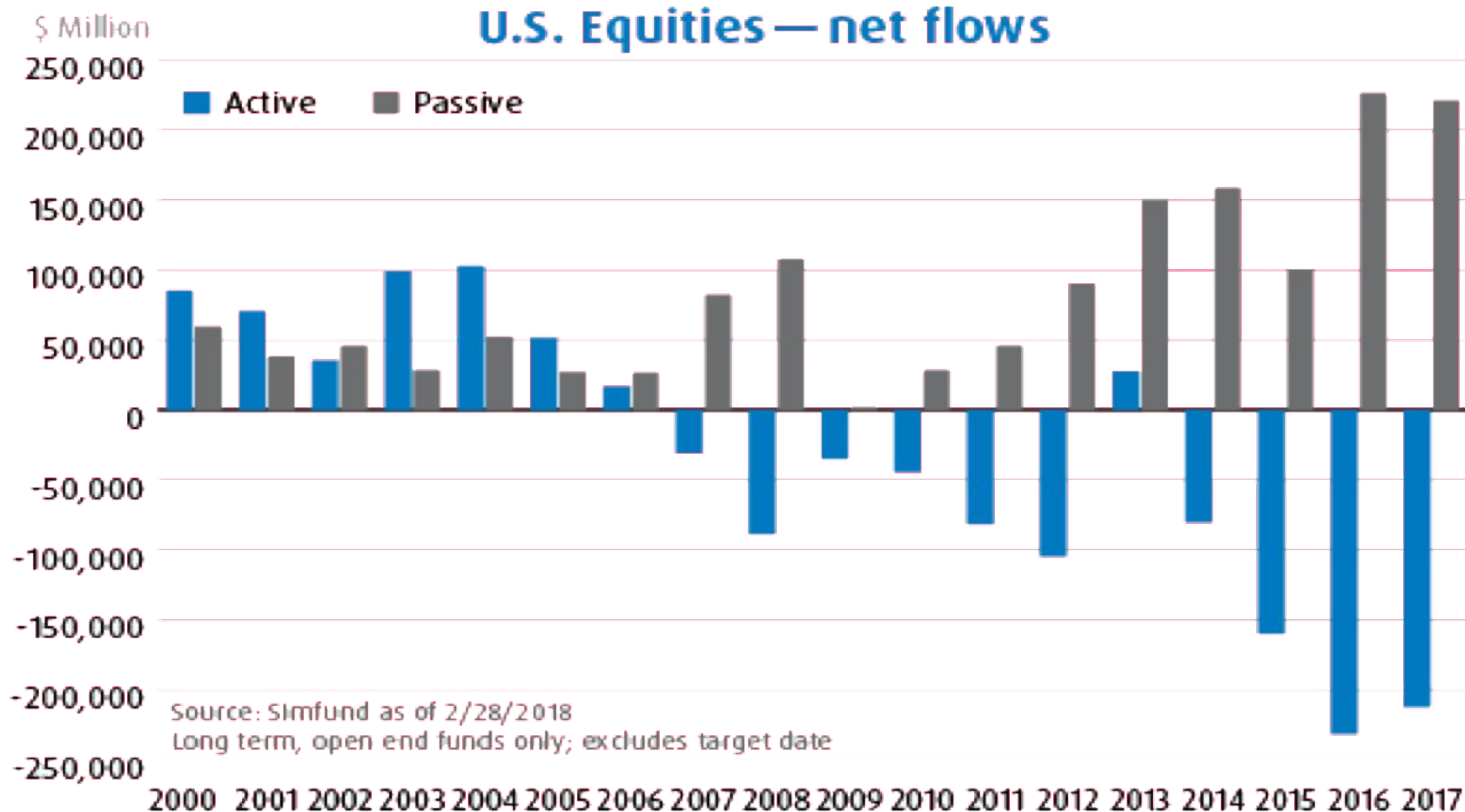
Проблема 3. Выбор победителей на ранней стадии невозможен из-за отсутствия критериев, позволяющих отличить их от тех, чей результат обусловлен удачей.

Решение:

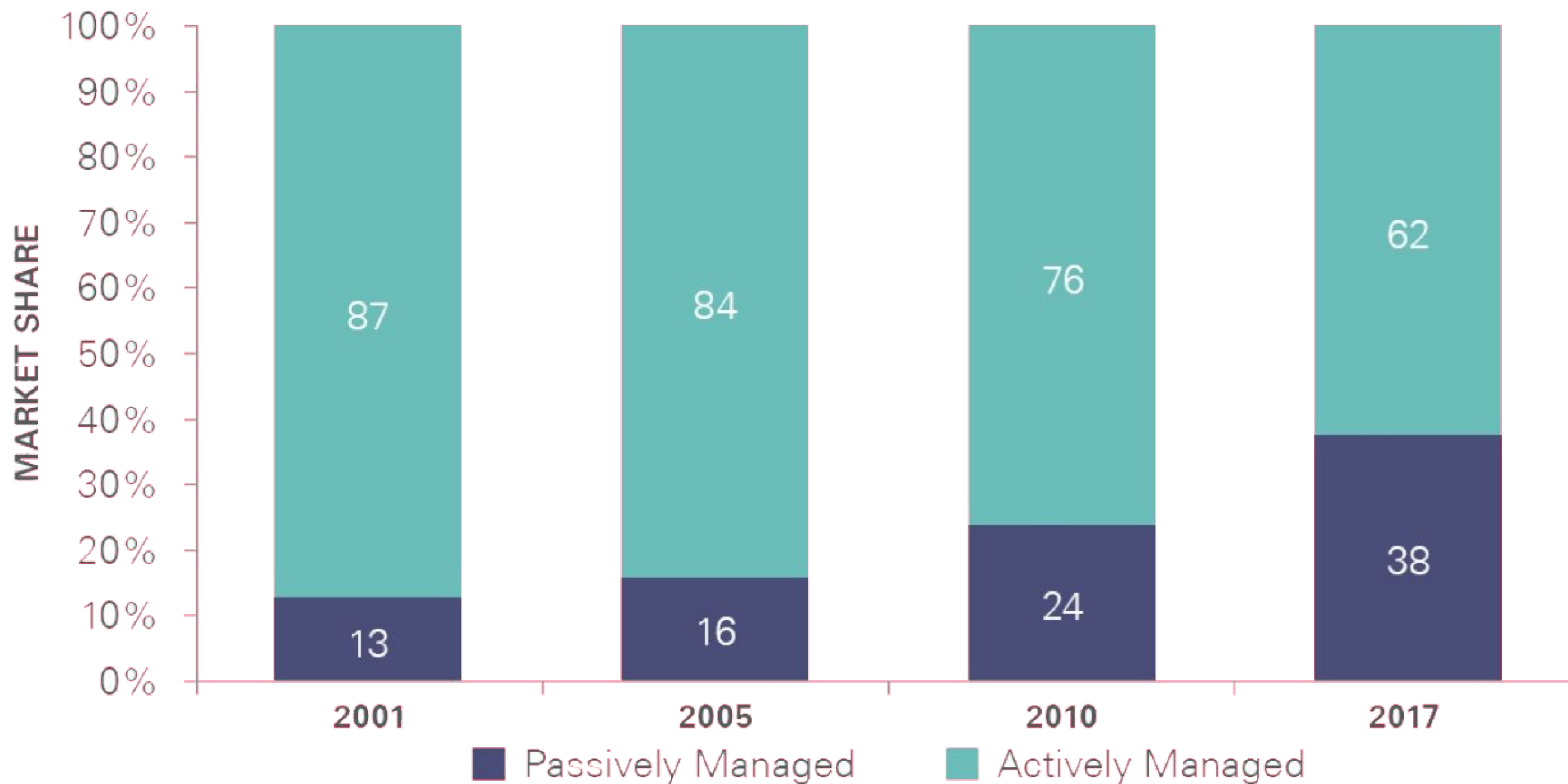
1. Осознанный отказ от попыток выбирать победителей
2. Переход к стратегиям пассивных портфельных инвестиций



Переток денежных средств в пассивные инвестиции



Доля пассивных инвестиций в фондах акций США



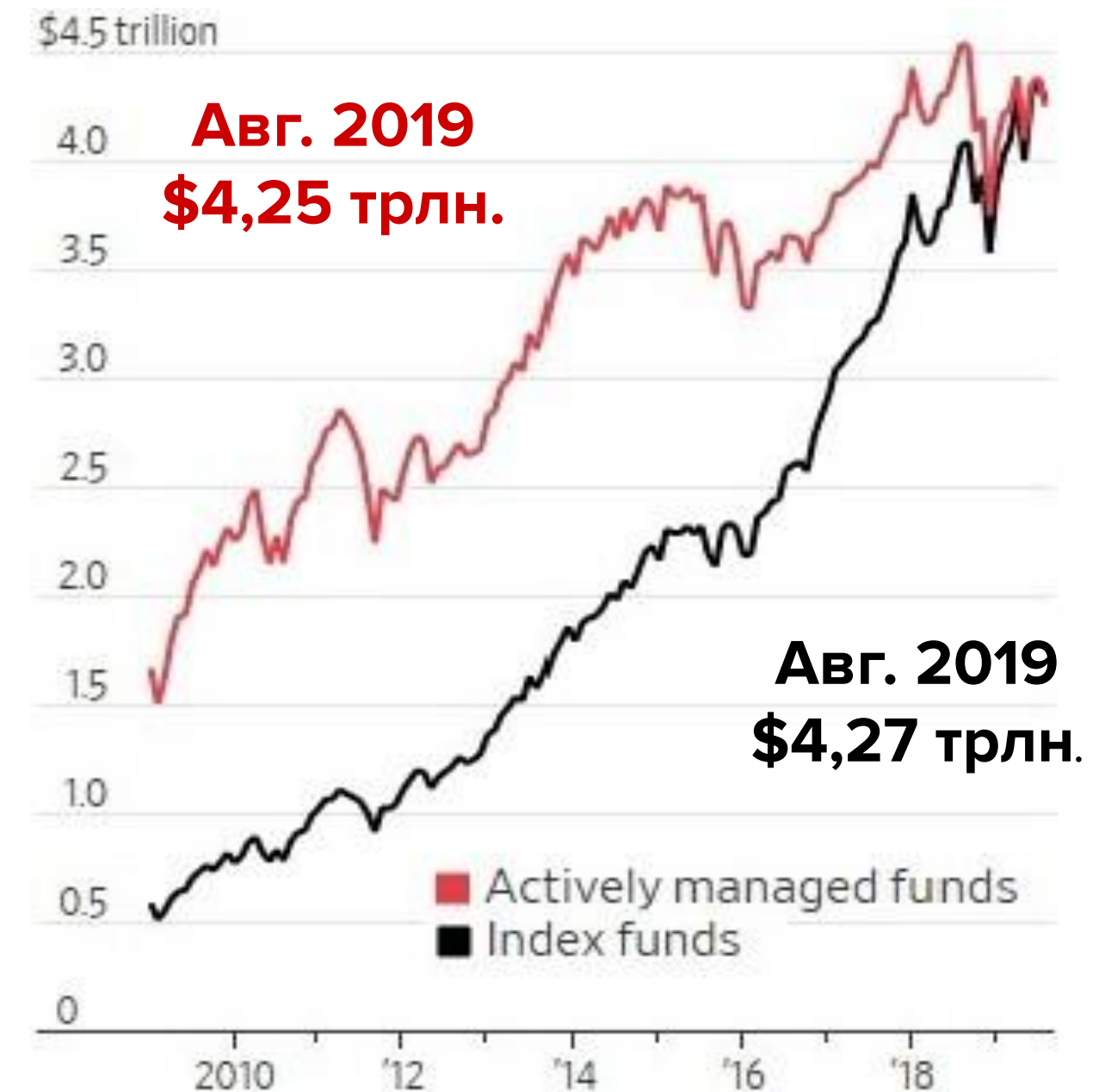
Август 2019 – смена лидера

Приток/отток денежных средств в
фондах акций США



В последние годы идет резкий переток
средств из **активно управляемых фондов** в
индексные фонды

Стоимость активов
в фондах акций США



Доля **индексных фондов** акций США впервые
превысила долю **активно управляемых фондов**

Пассивные инвестиции — краткие выводы

1

Пассивный портфельный инвестор сознательно отказывается от попыток отвечать на вопрос «Что будет?», он ищет ответ на вопрос «Что делать?». Пассивные инвестиции - сознательный отказ от выбора как времени операций, так и отдельных бумаг.

2

Правильное сочетание активов (диверсификация) позволяет получить выигрыш с точки зрения комбинации факторов «риск + доходность» портфеля по сравнению с отдельными активами.

3

Как показывают результаты исследований, главный фактор эффективности портфеля - грамотное распределение активов.

4

Большинство спекулянтов и активных управляющих в реальности чаще проигрывают рынку, а те, кому иногда удастся выигрывать, не могут повторить свои успехи.

5

Переход к пассивным инвестициям на Западе принял характер революции. Недавно размер капитала в индексных фондах акций США превысил капитал в активно управляемых фондах



Спасибо за ВНИМАНИЕ!

Сергей Спирин
Инвестор, финансовый
консультант AssetAllocation.ru



fb.com/fintraining.spirin



spirin@fintraining.ru



t.me/fintraining

