AssetAllocation ru

Гипотеза эффективного рынка

и практические следствия из нее

26 марта 2019 г.

© 2019 г., Сергей Спирин

Организационные вопросы

до 20:30 - 21:30 без перерыва

Презентация:
assetallocation.ru/pdf/emh.pdf

Вся приведенная в вебинаре информация носит исключительно информационный характер и **не является инвестиционной рекомендацией** и/или предложением к совершению сделок с какими-либо финансовыми инструментами.

В программе вебинара

- История развития финансовых рынков
- Предпосылки возникновения ГЭР
- Три формы рыночной эффективности
- Степени эффективность реальных рынков
- Эффективность рынков и возможность извлечения спекулятивного дохода
- Эффективность рынков и справедливость рыночных цен
- Эффективность рынков и пассивные инвестиции
- Практические следствия для инвесторов и спекулянтов
- Фондовые индексы и индексное инвестирование
- Ответы на вопросы

Три стратегии на рынках

1. Спекуляции

Технический анализ

конец 19 века

Три стратегии на рынках

1. Спекуляции	2. Активные инвестиции	
Технический анализ	Фундаментальный анализ	
конец 19 века	1930-е - 1940-е	

Гипотеза эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis, EMH)

1965 г., Юджин Фама
Нобелевская премия по экономике 2013 г.

Рынок является эффективным
в отношении какой-либо информации,
если она немедленно и в полной мере
отражается на рыночной стоимости активов

Фама об эффективных рынках

*«**Это модель, поэтому она не является полностью верной.** Никакие модели не являются полностью верными. Это приближения к реальности. Вопрос в том, для каких целей они являются хорошими приближениями? Насколько мне известно, они являются хорошими приближениями почти для любой цели. Я не знаю ни одного инвестора, который не должен вести себя так, как будто рынки эффективны. (…)*

Это модель – она не всегда истинна, но это хорошая рабочая модель для большинства практических применений.»

«Являются ли рынки эффективными?»
assetallocation.ru/are-markets-efficient

Формы (степени) эффективности рынка

1. Слабая (weak) –
цена актива полностью отражает любую прошлую информацию о нем
=► технический анализ бесполезен

2. Полу-сильная (semi-strong) –
цена актива отражает как прошлую, так и публичную информацию
=► фундаментальный анализ бесполезен

3. Сильная (strong) –
цена отражает всю информацию: прошлую, публичную и внутреннюю
=► инсайдерская информация бесполезна

Два разных вопроса

«На эффективном рынке цены отражают всю доступную информацию»

б) всегда ли цены «правильны»?

а) можете ли вы победить рынок?

Рынок может быть сумасшедшим…

«Рынок может быть сумасшедшим, но это еще не делает вас психиатром»

Мэир Статман

Скорее всего, у вас нет того, что нужно, чтобы побить рынок
assetallocation.ru/hard-to-beat-market/

Что стоит за утверждением «Можно победить рынок»?

Какое из утверждений имеется в виду?

«Можно **иногда случайно** побеждать рынок»

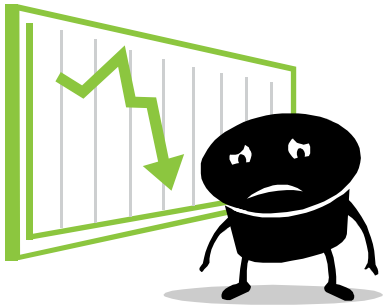
или ?

«Можно **регулярно стабильно** побеждать рынок»

Прибыль на эффективном рынке

На эффективном рынке возможно получение только **краткосрочной случайной** спекулятивной прибыли.

На эффективном рынке невозможно получение спекулятивной прибыли на постоянной основе в долгосрочном периоде.

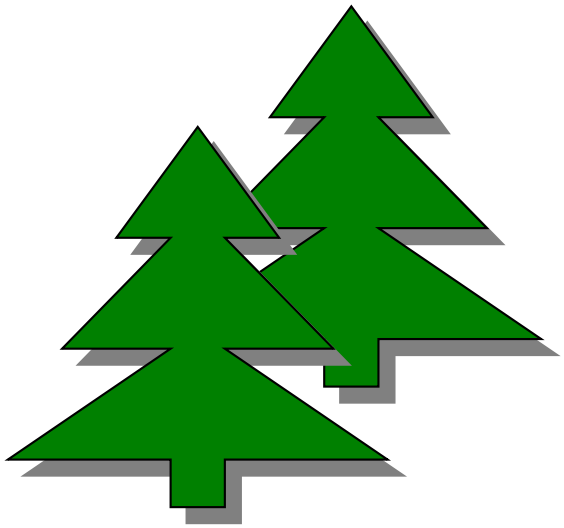


Можно ли стабильно зарабатывать на рынке?

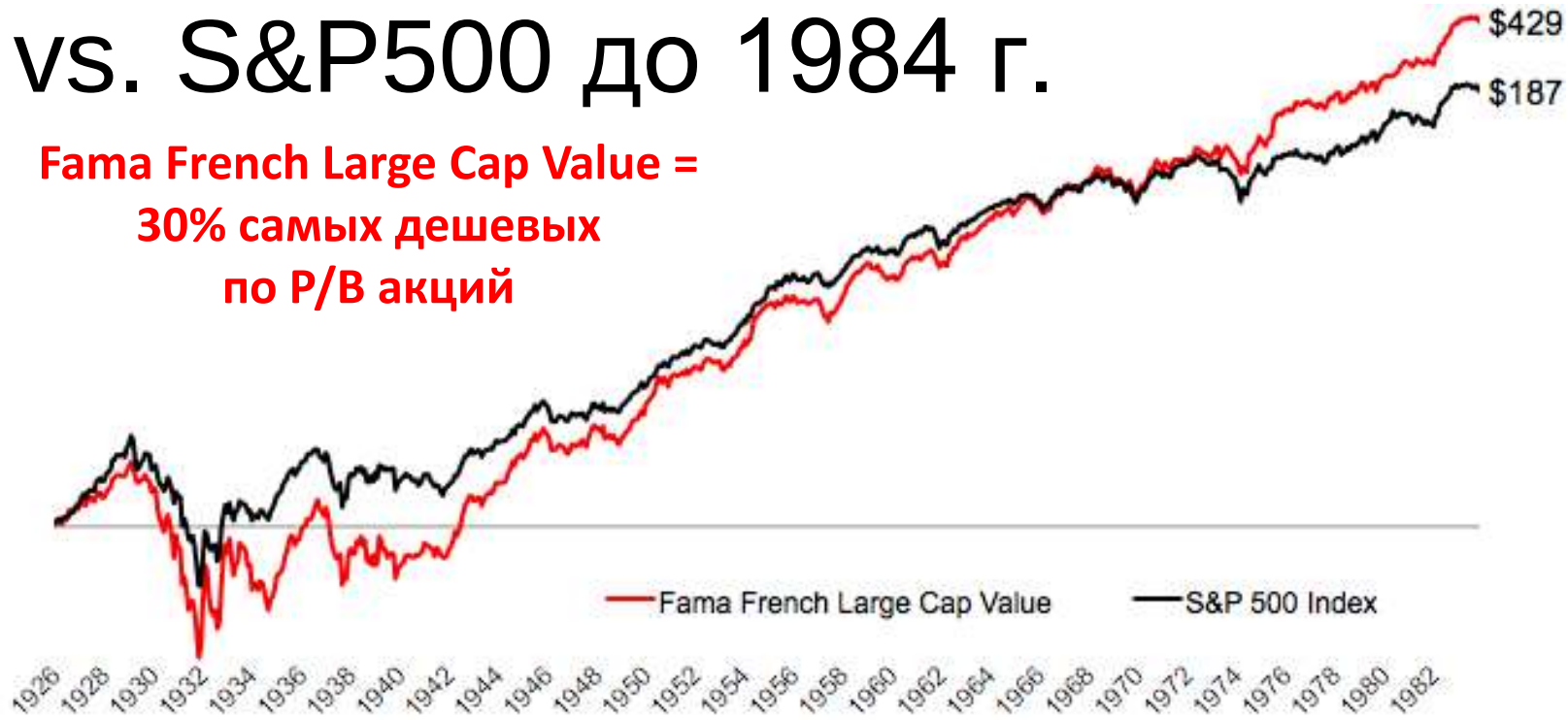
Можно ли стабильно зарабатывать на рынке?

Практические следствия ГЭР

1. Любая возможность систематического получения прибыли выше рыночной – результат локальной (нишевой) неэффективности рынка
2. Возможность систематического получения прибыли выше рыночной привлекает в нишу новых игроков
3. Приход в нишу новых игроков быстро уничтожает локальную неэффективность рынка и ликвидирует возможность систематического получения прибыли выше рыночной



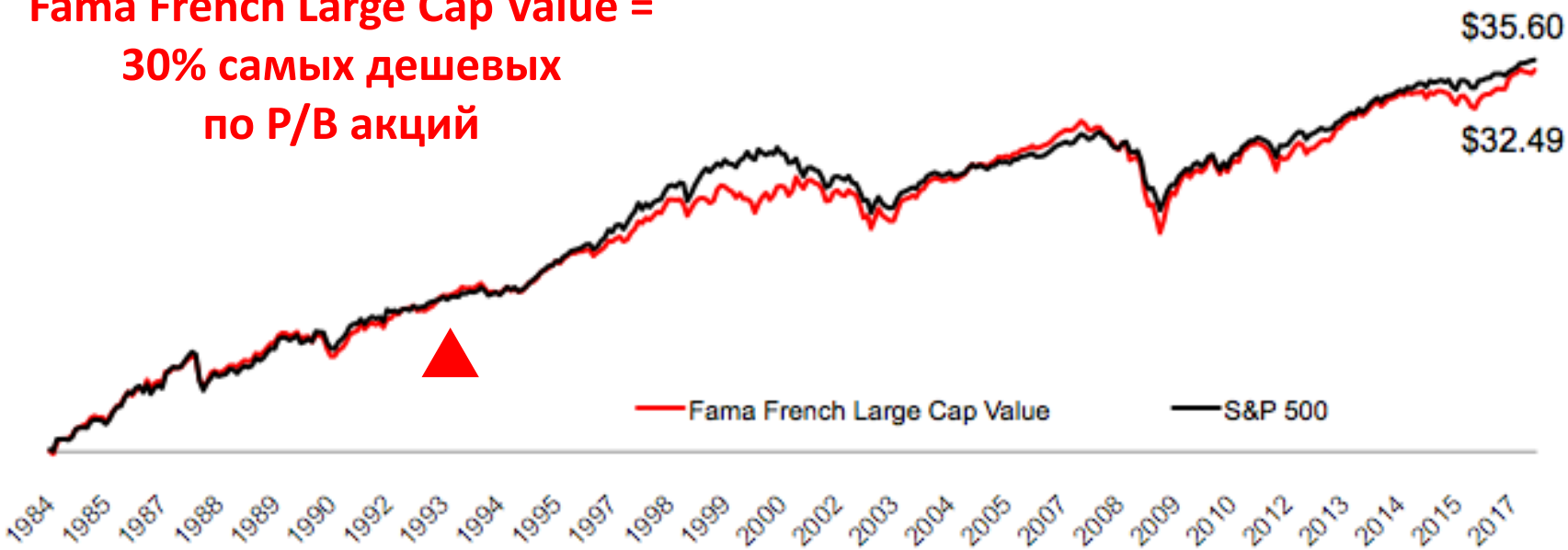
Стоимостные инвестиции vs. S&P500 до 1984 г.



Уоррен Баффет, 1984 г.:
«Суперинвесторы из деревни Грэма-Додда»:
«Я убежден, что на рынке много неэффективности. Инвесторы из деревни Грэма-Додда успешно используют разницу между ценой и стоимостью»

Стоимостные инвестиции vs. S&P500 после 1984 г.

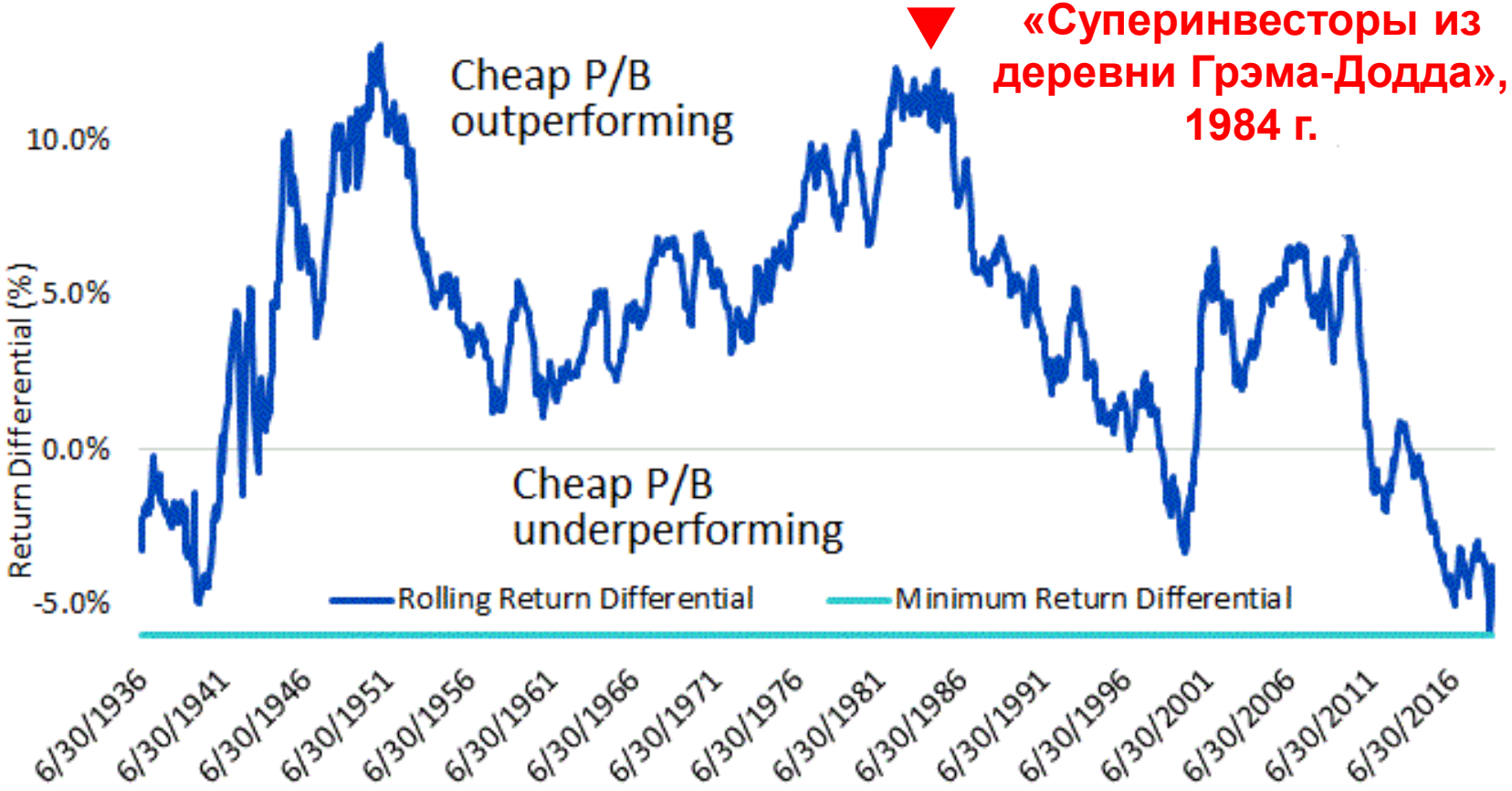
Fama French Large Cap Value = 30% самых дешевых по P/B акций



▲ 1993 г.: The Fama-French Three Factor Model, value stocks = акции с высоким BTM – Book To Market ratio

Michael Butnick: «Did Buffett Kill Value Investing?»
theirrelevantinvestor.com/2017/08/31/did-buffett-kill-value-investing/

30% «дешевых» vs. 30% «дорогих» по P/B акций



wisdomtree.com/blog/2019-01-24/has-value-investing-gone-out-of-style

«Разговор с Бенджамином Грэмом», 1976 г.

«При подборе обыкновенных 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.»

assetallocation.ru/a-conversation-with-benjamin-graham

Умение или везение?

Везение (удача)

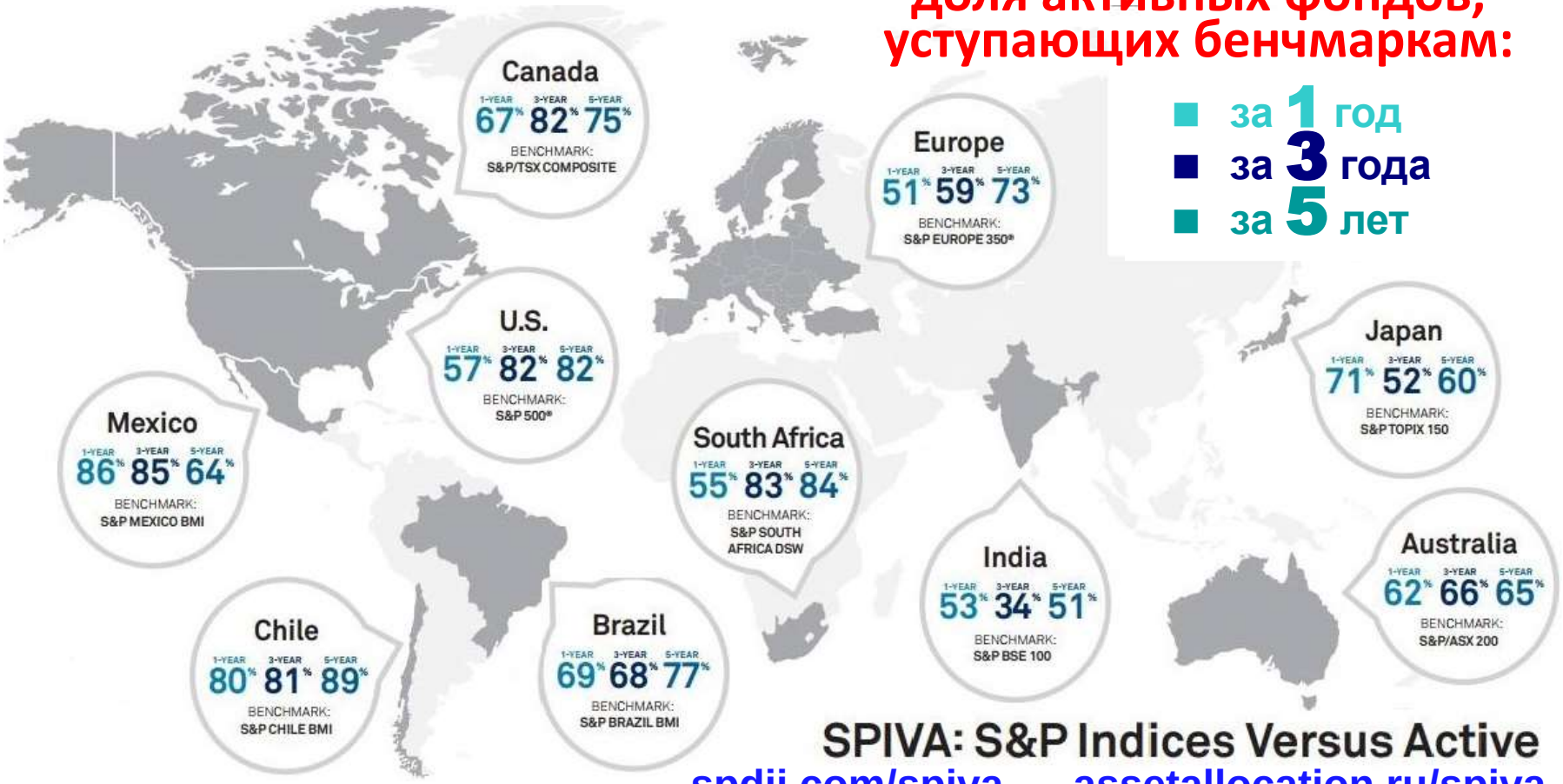
Умение (мастерство)

Критерий –
статистически подтверждаемая повторяемость (предсказуемость) результатов

Большинство активных управляющих уступают индексам

доля активных фондов, уступающих бенчмаркам:

- за 1 год
- за 3 года
- за 5 лет



SPIVA: S&P Indices Versus Active

spdji.com/spiva, assetallocation.ru/spiva

Проблемы выбора активных управляющих

Выбор активных управляющих по прошлым результатам не приносит успеха

Пред. год	След. трехлетний период				
	Квартиль №1	Квартиль №2	Квартиль №3	Квартиль №4	Прекратили работу
Квартиль №1	16,5%	21,4%	25,8%	29,5%	6,7%
Квартиль №2	27,1%	23,0%	21,8%	19,1%	8,7%
Квартиль №3	26,3%	21,9%	19,9%	16,0%	15,8%
Квартиль №4	15,1%	18,7%	17,3%	20,4%	28,3%

Изменения позиций управляющих в рэнкингах напоминают случайные

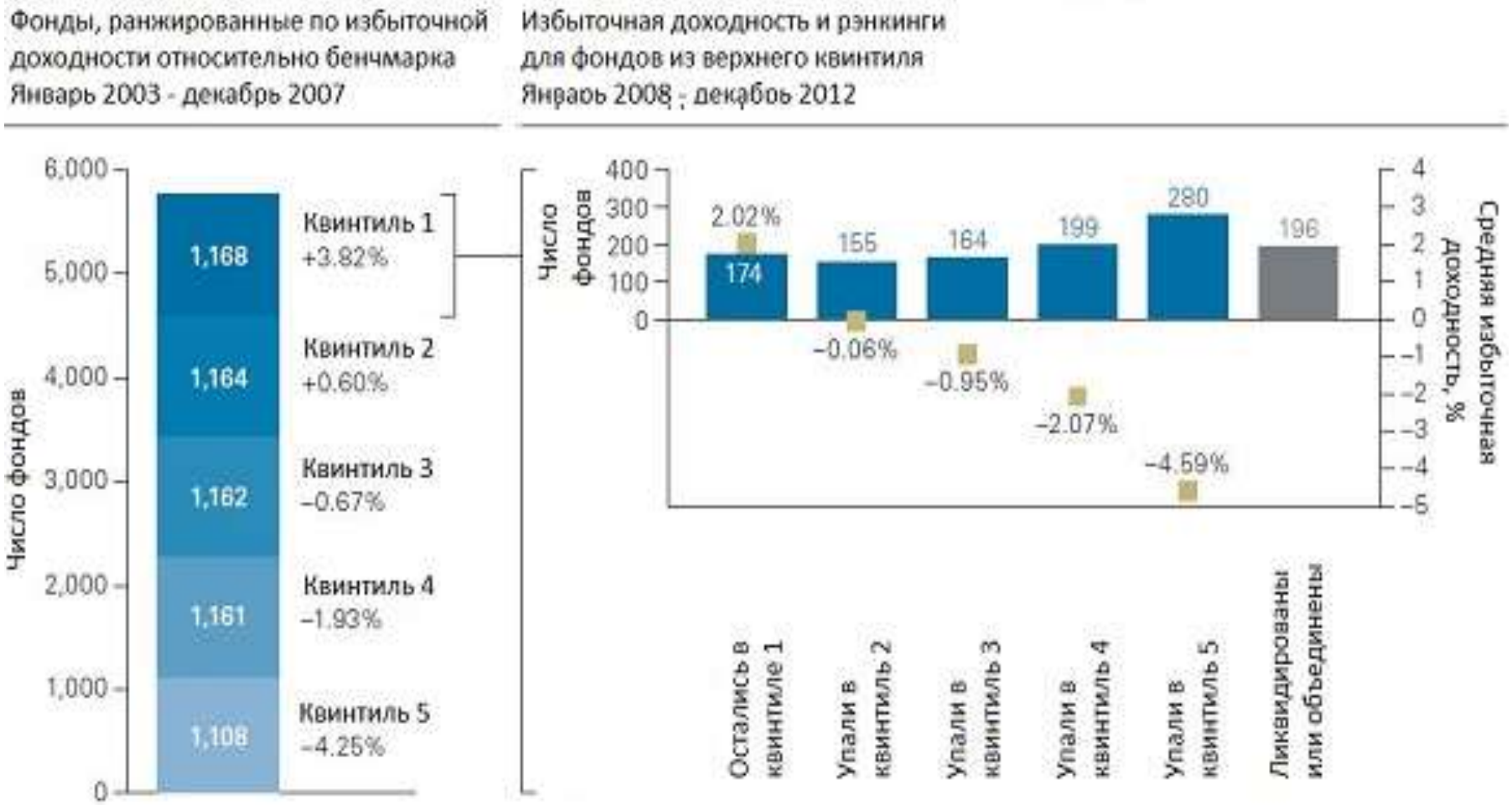
Асват Дамодаран,

«Активные инвестиции – смерть или возрождение?»

assetallocation.ru/active-investing-rest-in-peace

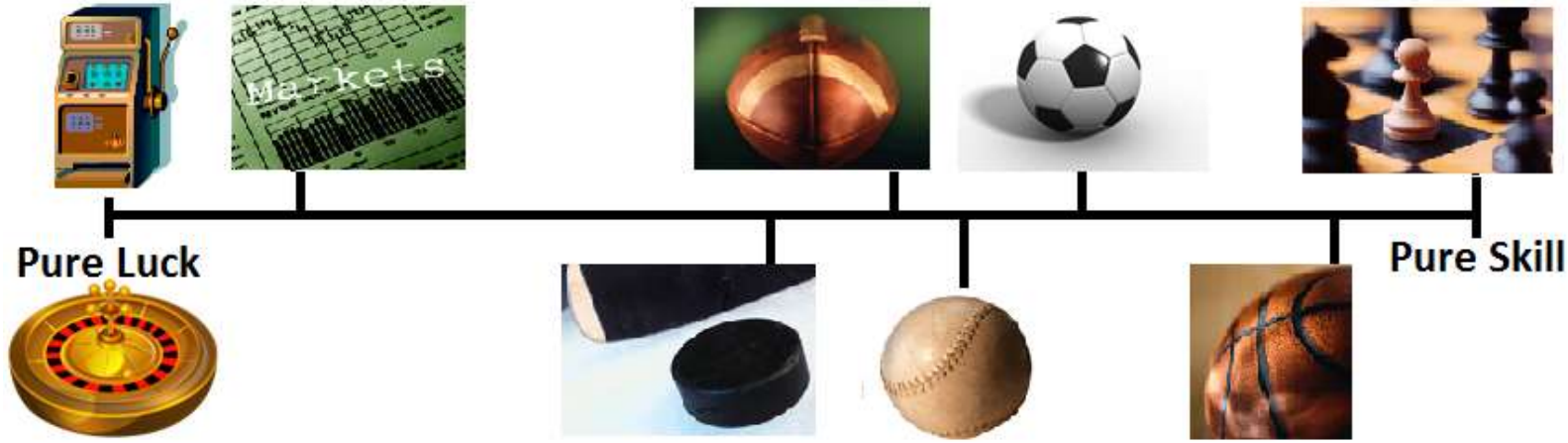
Лучшие фонды легко сдают позиции

Vanguard, Общие принципы построения диверсифицированных портфелей
assetallocation.ru/vanguard-portfolios



Управление активами – мастерство или везение?

Удача **Умение**



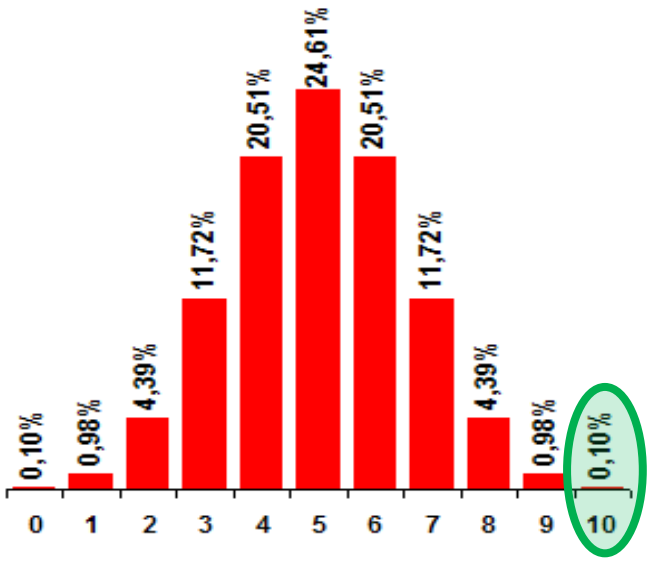
С точки зрения предсказуемости, результаты управления активами в гораздо большей степени объясняются **удачей (везением)** чем **умением (мастерством)**

Следствие гипотезы эффективного рынка

«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.

Умение или везение?



Распределение вероятностей результатов при 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**»*

Роджер Гибсон, «Формирование инвестиционного портфеля»

Как определить будущих победителей?

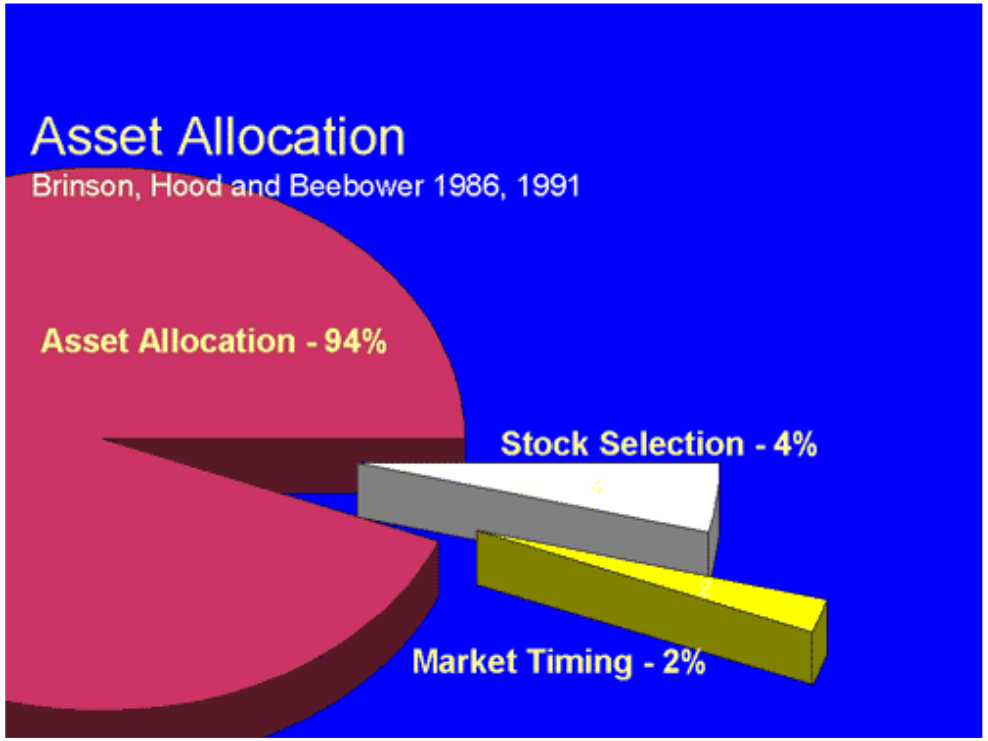
Какие факторы позволяют определить будущую доходность управляющих?

- ☒ Предыдущая доходность
- ☒ Волатильность результатов
- ☒ Количество лет на рынке
- ☒ Рейтинги и награды
- ☒ …
- ☑ Расходы на управление

(единственный критерий, статистически обладающий предсказательной силой!)

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%**

assetallocation.ru/bhb-1986

Влияние факторов на результаты инвестиций

- Страна / исследование
- Количество исследуемых сбалансированных фондов
- % результатов, объясняемый распределением активов

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

Решение

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

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

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

Решение:

1. Отказ от попыток выбирать победителей

2. Переход к стратегиям пассивных инвестиций

Активный и 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.

Философия пассивных портфельных инвестиций

В. можно ли стабильно выбирать ценные бумаги с наилучшей доходностью?

☑ **Да** ☒ **Нет**

А. можно ли стабильно правильно выбирать время покупки активов?

☑ **Да**

☒ **Нет**

1. Начинающие инвесторы, «чайники» основной инструмент: **Интуиция** ☺	**2. Спекулянты - трейдеры** основной инструмент: **Технический анализ**
3. Активные инвесторы основной инструмент: **Стоимостной анализ**	**4. Пассивные портфельные инвесторы** основной инструмент: **Asset Allocation**

Три стратегии на рынках

1. Спекуляции

Технический анализ

конец 19 века

2. Активные инвестиции

Фундаментальный анализ

1930-е - 1940-е

3. Пассивные портфельные инвестиции

Asset Allocation

1980-е - 1990-е

рост эффективности финансовых рынков

Простая математика

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

Если у кого-то получается выигрывать у рынка ...

... значит, кто-то при этом проигрывает рынку

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

Простая математика

Пассивные инвесторы – НЕ пытаются опередить рынок

Активные инвесторы – пытаются опередить рынок

Если **пассивные инвесторы в целом**, как группа, получают доходность рынка…

Но **у пассивных инвесторов издержки ниже**… ❶

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

… А **у активных инвесторов издержи выше** ❶❶❶❶❶ …

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)

Появление индексных фондов

1976 г. –

Создание первого открытого индексного фонда Vanguard Group's First Index Investment Trust

$11,3 млн. под управлением

2017 г. –

Vanguard 500 Index Fund, **более $250 млрд.** под управлением

Всего в индексных фондах – **более $5 трлн.**

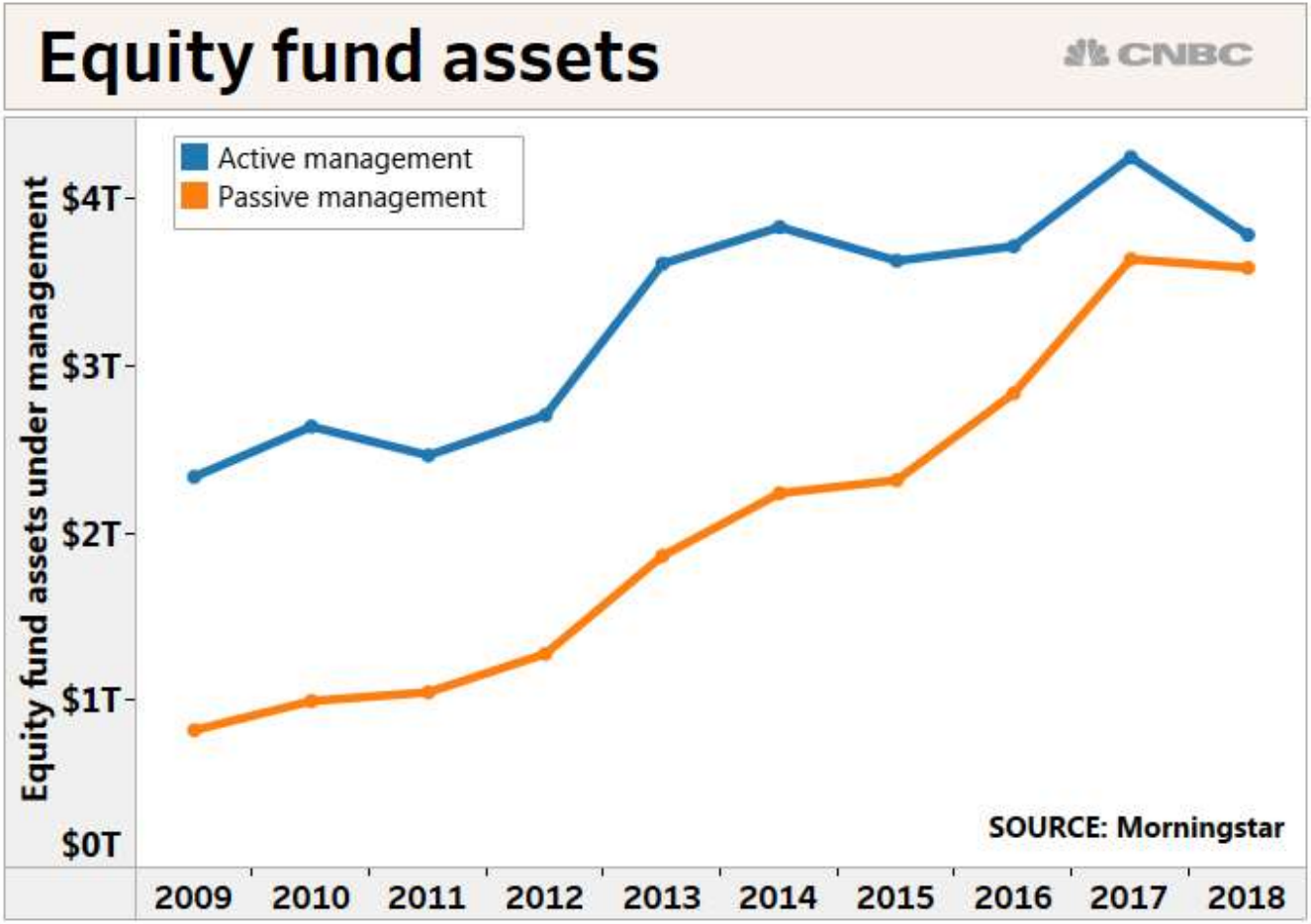
Рост пассивных инвестиций

Чистые денежные потоки фондов, США, 1993 - 2016

Асват Дамодаран: «Активные инвестиции: смерть или возрождение?»

assetallocation.ru/active-investing-rest-in-peace

Рост пассивных инвестиций



Пассивные инвестиции теперь контролируют почти половину рынка акций США, assetallocation.ru/passive-investing-2018

Причины неприятия гипотезы эффективных рынков

Инвесторы и спекулянты:

- Азарт, эмоции, стремление к игре

+

- Финансовая неграмотность

Финансовая индустрия:

- Жажда наживы, холодный расчет

+

- Массированная реклама

Результат:

Главные уловки финансовых посредников

Вариант №1:

«Вы можете побеждать рынок!»

- брокеры,
- дилеры,
- биржа,
- форекс,
- аналитики,
- обучение
- …

Основной доход индустрии – комиссии с оборота

Вариант №2:

«Мы можем побеждать рынок!»

- доверительные управляющие,
- ПИФы,
- хэдж-фонды,
- ПАММ-счета,
- автоследование
- …

Основной доход индустрии – плата за управление

Оценка совокупных затрат

«По моим расчетам, конечно, очень грубым, поиск элитности для отличного инвестиционного совета ***за последнее десятилетие привел к совокупным затратам свыше $100 млрд.*** *Это очень просто: даже 1% от суммы в несколько триллионов долларов в итоге даст эту цифру.»*

Уоррен Баффет,
«Пари (или как ваши деньги находят свою дорогу на Уолл-Стрит)»
assetallocation.ru/the-bet/

Когда человек с деньгами встречает человека с опытом…

«Человеческое поведение не изменится. Состоятельные частные лица, пенсионные фонды, эндаументы и им подобные будут продолжать чувствовать, что они заслуживают чего-то «лучшего» в инвестиционном совете.

Те советники, которые умело подыграют этим ожиданиям, станут очень богатыми. В этом году волшебной микстурой могут оказаться хедж-фонды, в следующем году – что-то еще. Вероятный результат этого парада обещаний хорошо описывается поговоркой:

«Когда человек с деньгами встречает человека с опытом, человек с опытом уходит с деньгами, а человек с деньгами уходит с опытом».

Уоррен Баффет,
assetallocation.ru/the-bet/

Ближайшие вебинары

FinWebinar.ru
вебинары о личных финансах, инвестициях, бизнесе

+7 (495) 627-62-16
+7 (926) 242-11-62
finwebinar@finwebinar.ru

23 - 24 апреля:
Сергей Спирин,
«Личный инвестиционный план»

Инвестиционный план и инвестиционный портфель

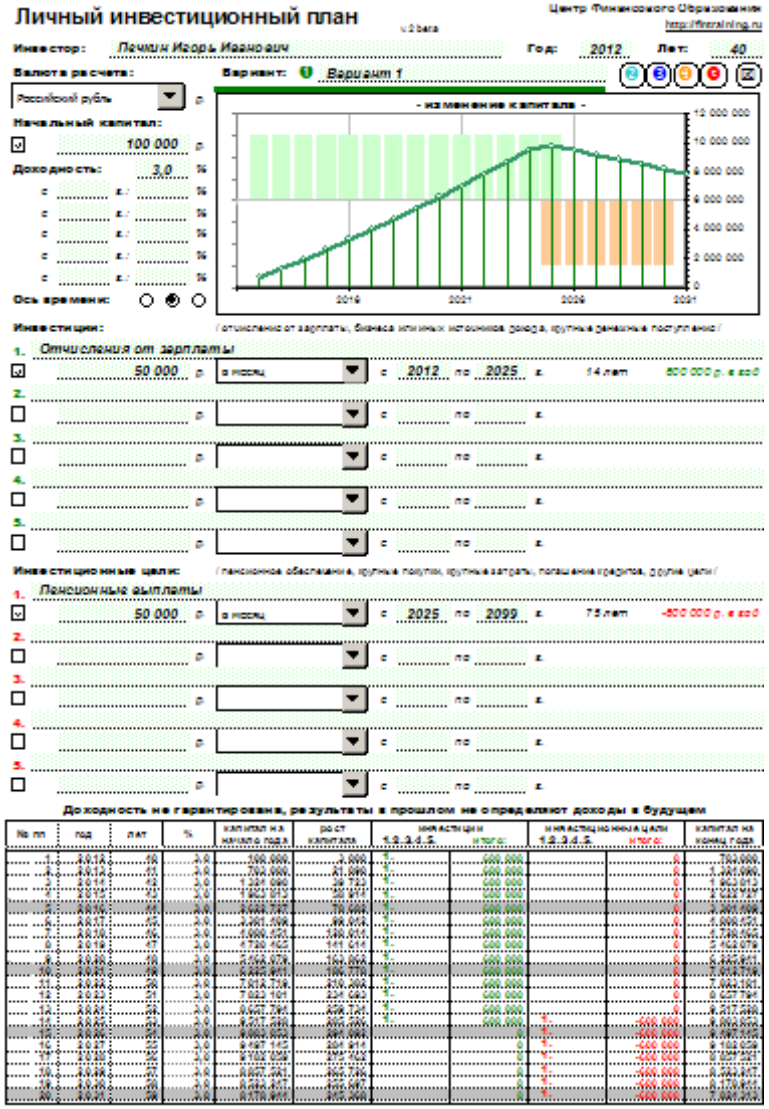
Инвестиционный портфель:

- В какие классы активов инвестировать?
- В каких пропорциях подбирать инструменты в портфель?

Инвестиционный план:

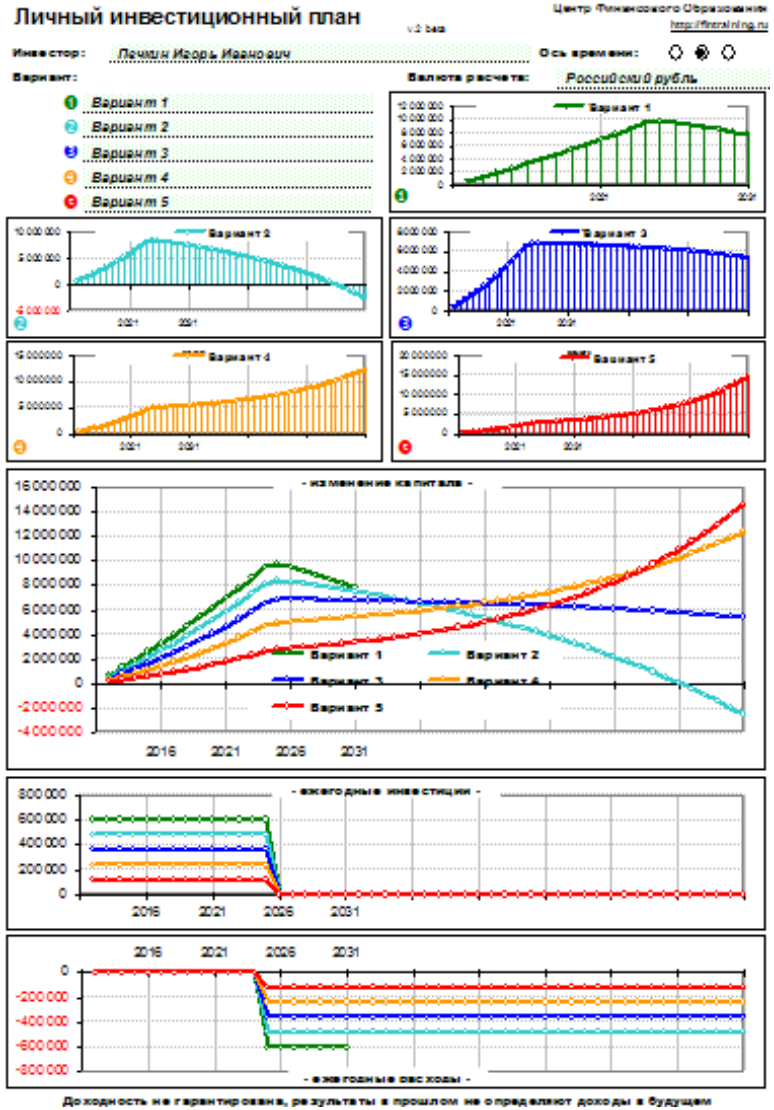
- Сколько инвестировать?
- Когда и как долго инвестировать?
- На какой результат можно рассчитывать?

Инвестиционный план



- ✓ Дружественный интерфейс
- ✓ Знание и применение формул Excel не требуется
- ✓ Моментальное отображение результатов, возможность сравнивать разные варианты расчета
- ✓ Понятность и прозрачность расчетов
- ✓ Элементы контроля правильности ввода данных
- ✓ Макросы автозаполнения и копирования данных

Инвестиционный план



- ✓ Сравнение нескольких вариантов расчета
- ✓ Возможность выбора вариантов для отображения в итоговом отчете
- ✓ Изменение масштаба оси времени
- ✓ Изменение единиц отображения по оси времени
- ✓ Возможность применения в процессе консультации
- ✓ Возможность самостоятельного использования клиентом

До новых встреч!

- Asset Allocation - **AssetAllocation.ru**
- Вебинары о личных финансах, инвестициях, бизнесе - **FinWebinar.ru**

ЖЖ - **fintraining.livejournal.com**
FB - **facebook.com/fintraining.spirin**
ВК - **vk.com/fintraining**
Telegram - **t.me/fintraining**
Twitter **-** **twitter.com/fintraining**

E-mail - spirin@fintraining.ru