AssetAllocation ru

«Успех и удача в инвестициях»

29 августа 2019 г.

© 2019 г., Сергей Спирин

Организационные вопросы

до 20:30 - 21:30 без перерыва

Дисклеймер: приведенная в вебинаре информация носит исключительно информационный характер и **не является инвестиционной рекомендацией** и/или предложением к совершению сделок с любыми финансовыми инструментами.

- Вопросы по теме – **задавайте сразу**
- Вопросы не по теме – **в конце вебинара**

Презентация: **assetallocation.ru/pdf/skill-and-luck.pdf**

Вместо эпиграфа

«Сложные проблемы всегда имеют простые, легкие для понимания неправильные решения»

Артур Блох,
«Закон Мерфи»

Успех и удача

Удача (Везение)
luck

Успех (Умение)
skill

Критерий –
статистически подтверждаемая повторяемость (предсказуемость) результатов

Генеральная совокупность и выборка

Генеральная совокупность – совокупность всех объектов, относительно которых предполагается делать выводы.

Выборка – множество случаев (объектов, событий, образцов), выбранных из генеральной совокупности для участия в исследовании.

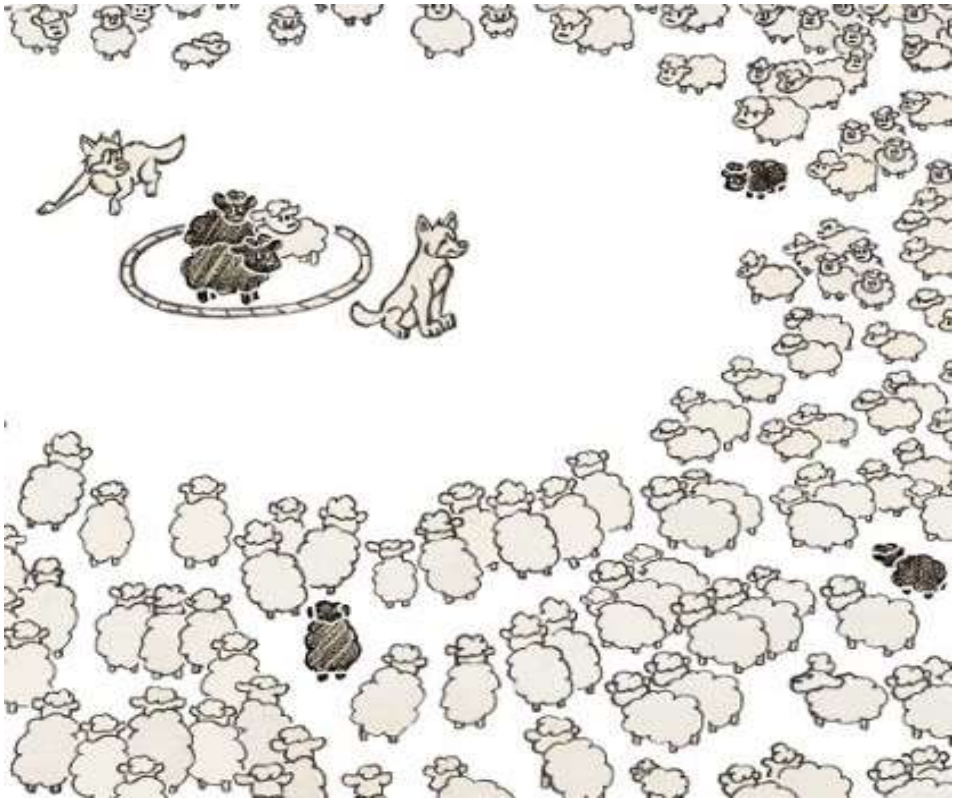
Репрезентативность – соответствие характеристик выборки характеристикам генеральной совокупности.

Определяет, насколько возможно обобщать результаты исследования по определённой выборке на генеральную совокупность, из которой она была получена.

Ошибки выборки

Ошибка выборки / репрезентативности (representative bias) – отклонение выборки от точного соответствия генеральной совокупности, излишнее внимание к одним данным в ущерб другим:

- **Ошибка недавности** (recency bias) – излишнее внимание к последним данным в ущерб старым
- **Ошибка местности** (home bias) – излишнее внимание к местным данным в ущерб глобальным
- **Ошибка доступности** (availability bias) – излишнее внимание к тому, что проще снабдить примером из памяти
- **Ошибка выжившего** (survivorship bias) – учет по «выжившим» при отсутствии данных по «погибшим»

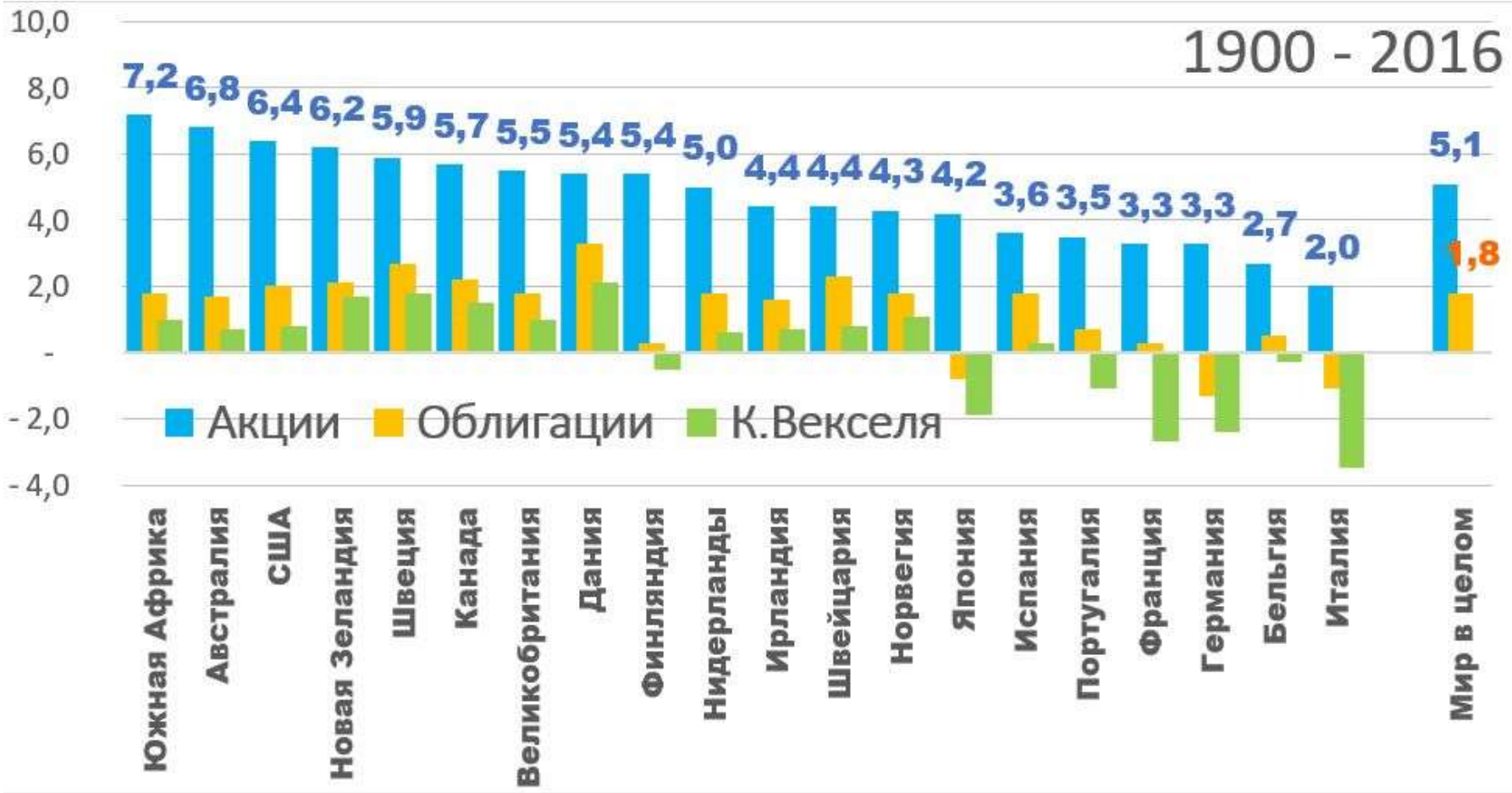


Тема №1:

Горизонт инвестиций

1900 – 2016 гг. (117 лет), 20 стран, реальные доходности

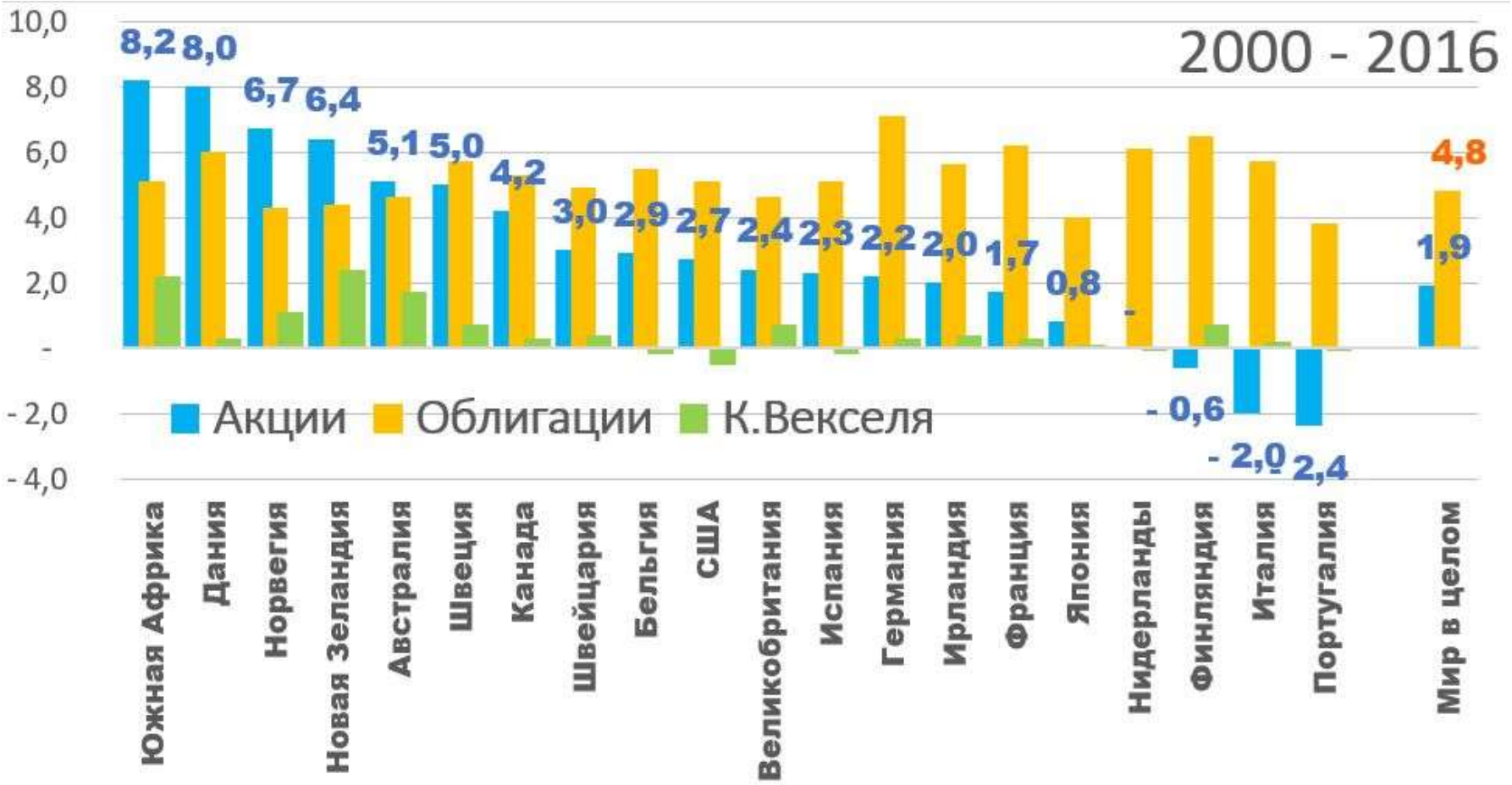
Global Investor Returns Yearbook – 2017



Учет «ошибки выжившего»

2000 – 2016 гг. (17 лет), 20 стран, реальные доходности

Global Investor Returns Yearbook – 2017



Инвестиционный и рыночный доход, США, 1900 - 2005

Дивиденды

4,5%

+

Прирост доходов

5,0%

=

9,5%

Доходность вложенного капитала

(Джон Богл, «Руководство разумного инвестора»)

Время, доходность и полезность

Временной горизонт	Доходность, %	Стандартное отклонение, %	Вероятность положительной доходности, %	Полезность
1 час	0,01	0,48	50,40	–0,488
1 день	0,04	1,27	51,20	–0,464
1 неделя	0,18	2,84	53,19	–0,404
1 месяц	0,80	5,92	56,36	–0,309
1 год	10,0	20,5	72,6	0,177
10 лет	159,4	64,8	99,9	0,997
100 лет	1 377,961	205,0	100,0	1,000

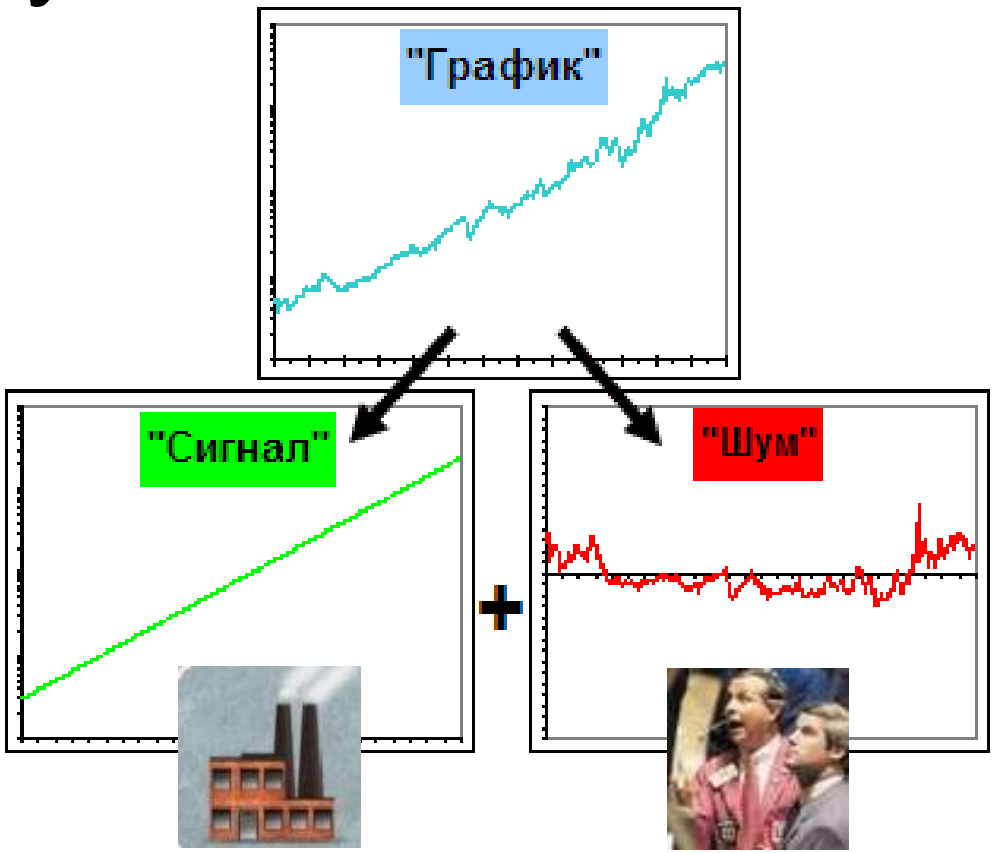
- Среднегеометрическая доходность = **10%** годовых
- Стандартное отклонение (СКО) = **20,5%**

Полезность = Вероятность повышения цены – Вероятность снижения цены × 2),
(исходя из предположения, что фактор неприятия риска = 2, горечь от получения убытков вдвое выше радости от получения прибыли)

Майкл Мобуссин, «Время на моей стороне» (из книги «Больше, чем вы знаете») - **assetallocation.ru/time-on-my-side/**

«Сигнал» и «Шум»

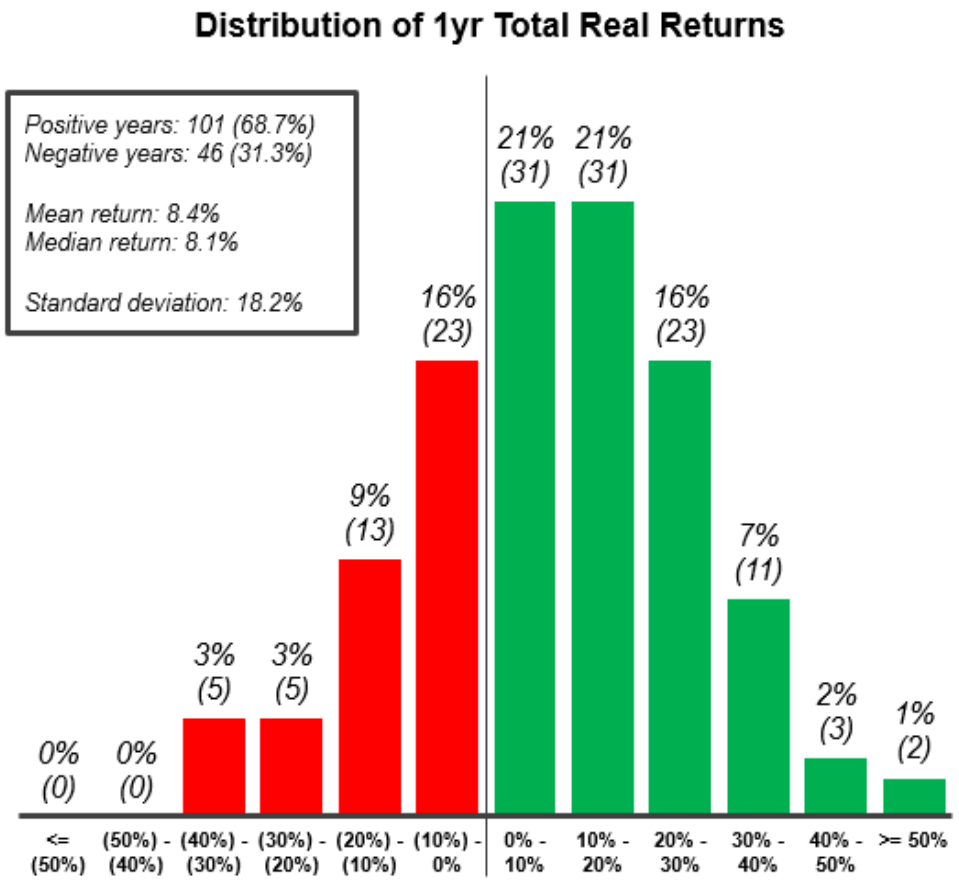
Инвестиционный доход проявляется на долгосрочных («инвестиционных») горизонтах,
и практически неразличим на краткосрочных («спекулятивных») горизонтах



Инвестор получает прибыль от работы бизнеса

Спекулянт получает деньги других участников рынка

Распределение 1-летних реальных доходностей



Распределение 1-летних реальных доходностей, акции США 1872 – 2018 гг.:

- Лет с положительным результатом - **101 (68,7%)**
- Лет с отрицательным результатом - **46 (31,3%)**

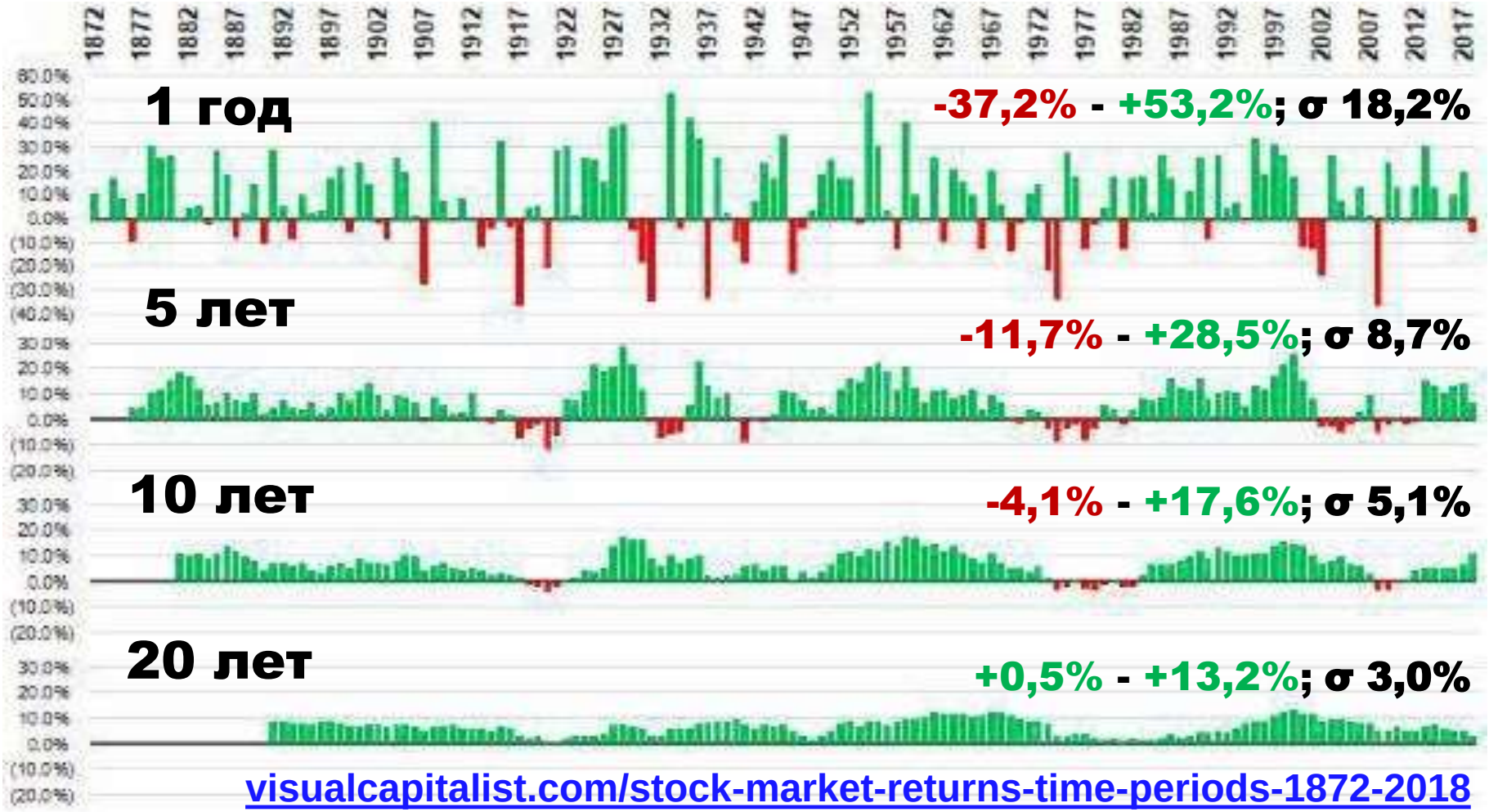
Средняя доходность: **8,4%**
Медианная доходность: **8,1%**

Стандартное отклонение: **18,2%**

visualcapitalist.com/stock-market-returns-time-periods-1872-2018

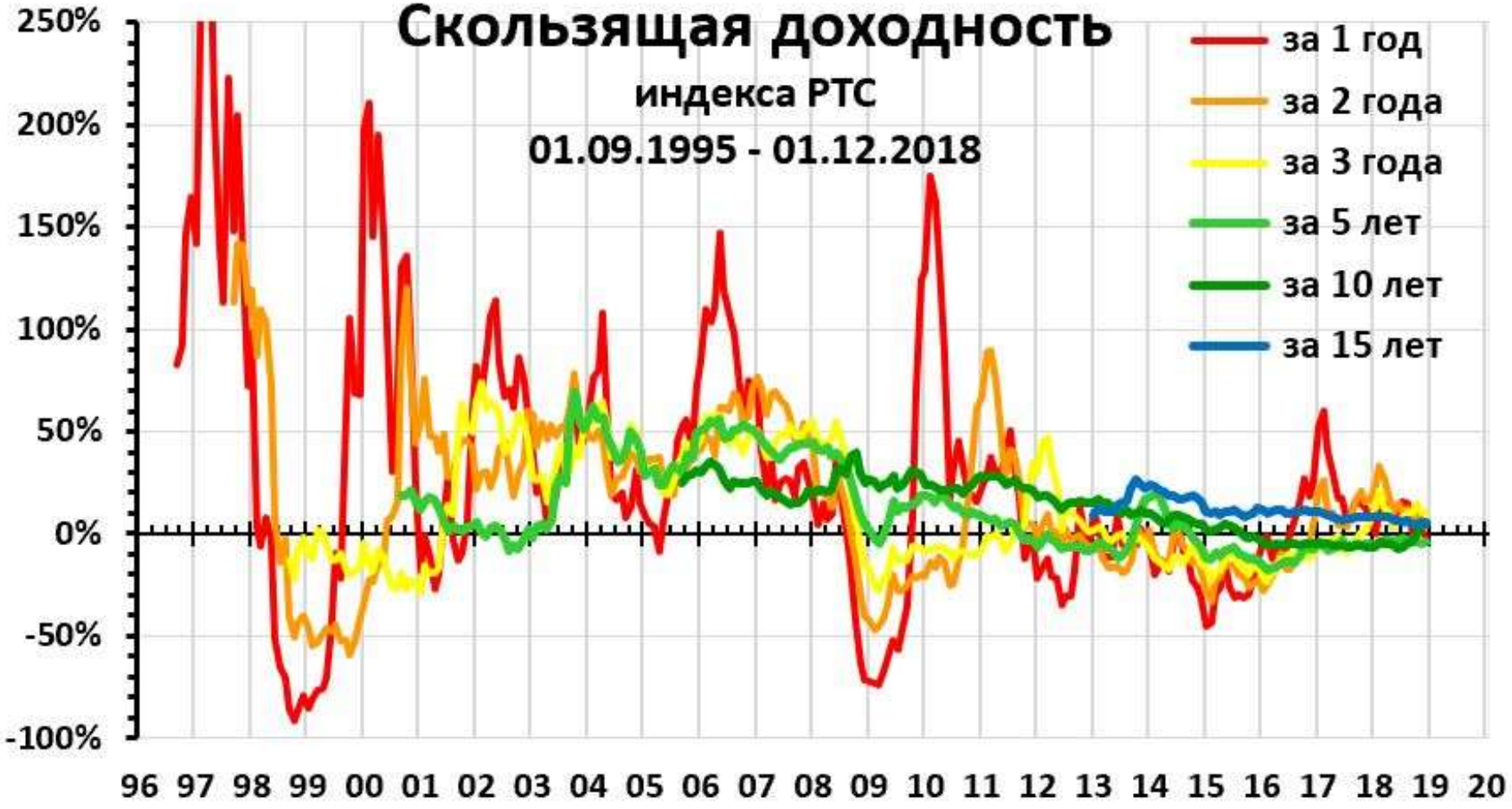
Акции США, 1872 – 2018 гг.

Реальные доходности за скользящие периоды в 1 / 5 / 10 / 20 лет, включая реинвестирование дивидендов, с поправкой на инфляцию

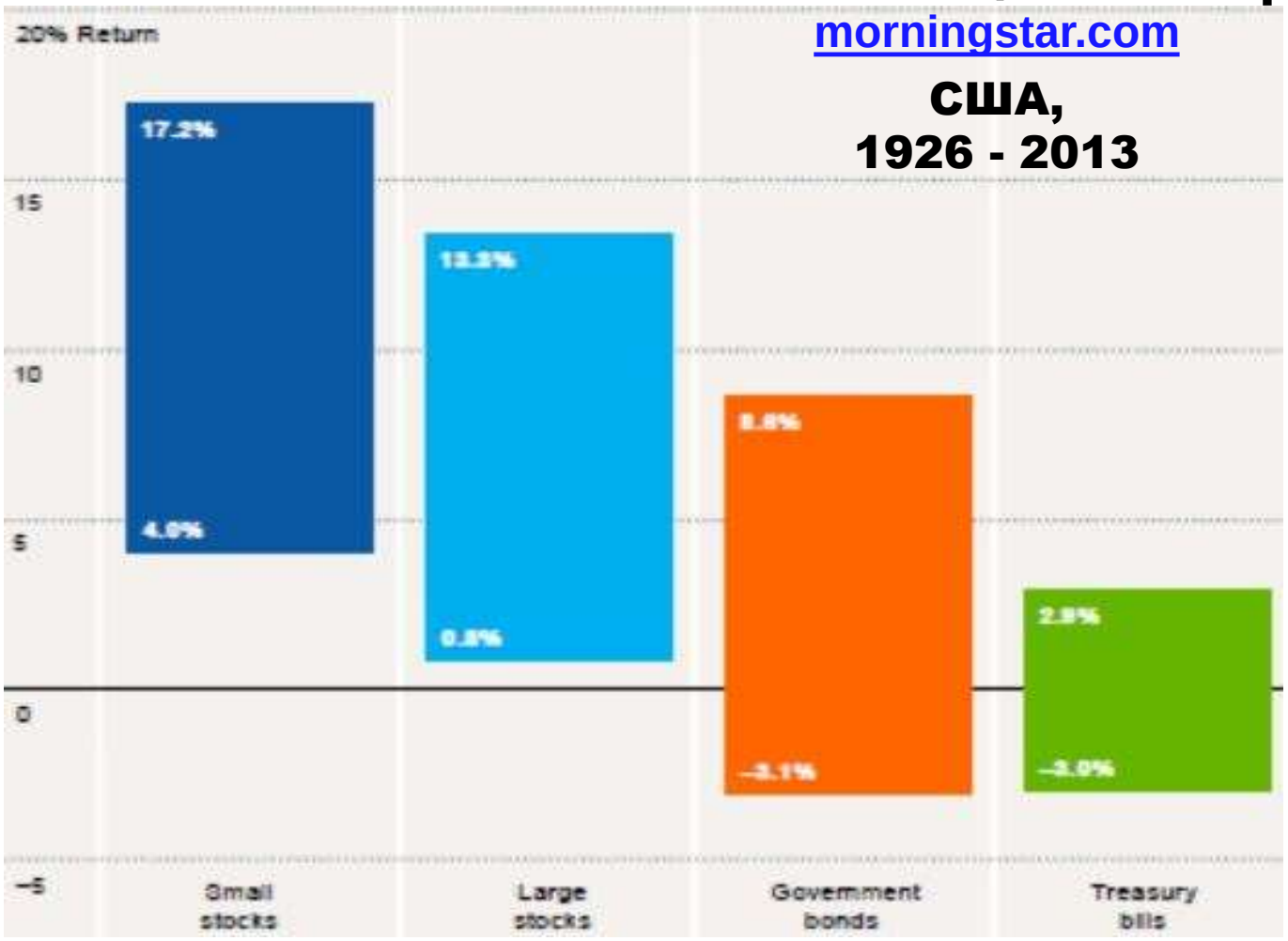


visualcapitalist.com/stock-market-returns-time-periods-1872-2018

Индекс РТС: доходность, риск и срок инвестирования



Реальная доходность, 20-летние скользящие периоды



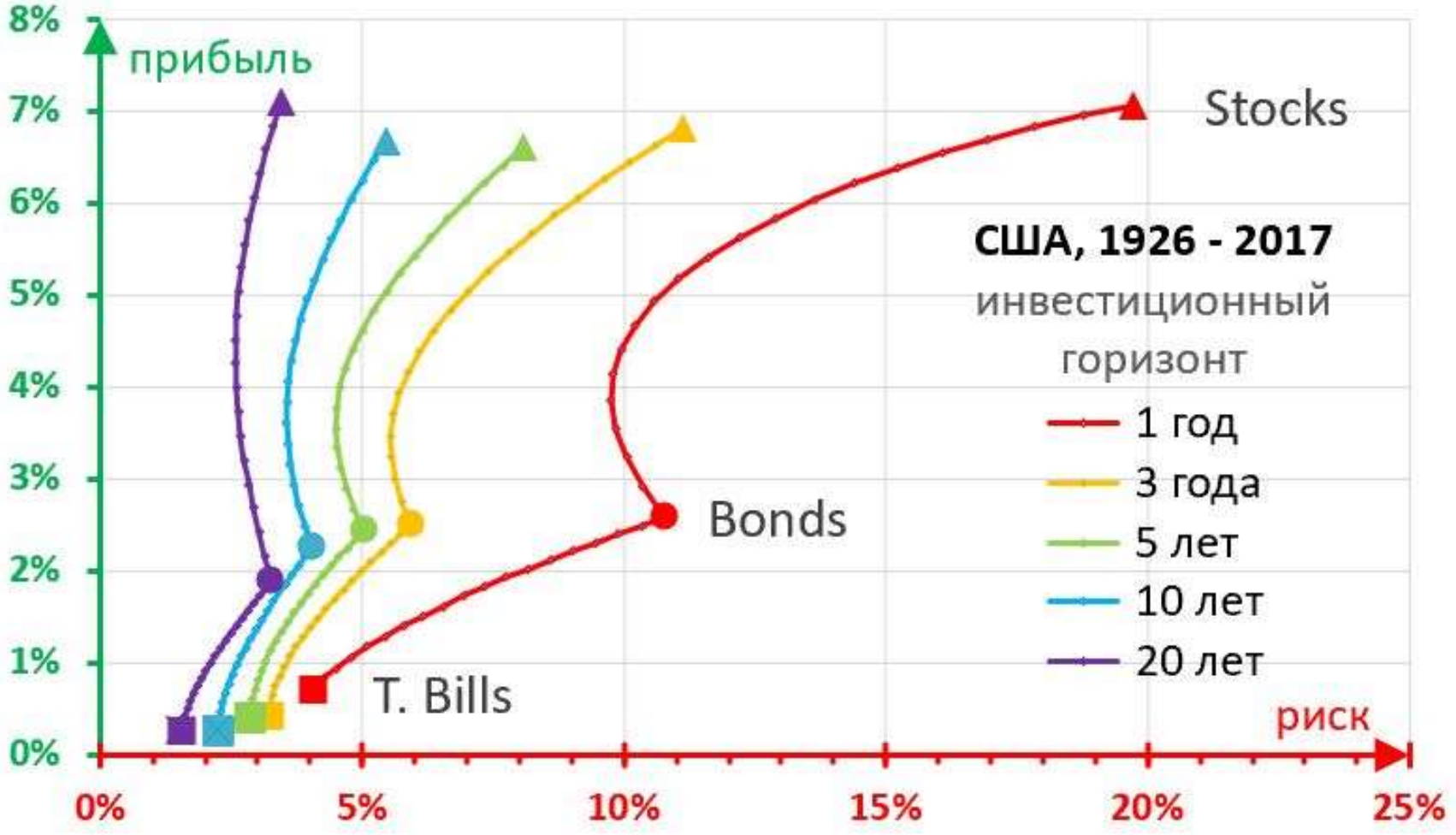
Акции малых компаний
Max: **+17,2%**
Min: **+4,0%**

Акции крупных компаний
Max: **+13,3%**
Min: **+0,8%**

Государственные облигации
Max: **+8,6%**
Min: **-3,1%**

Казначейские векселя
Max: **+2,9%**
Min: **-3,0%**

Риск и реальная прибыль для горизонтов инвестирования



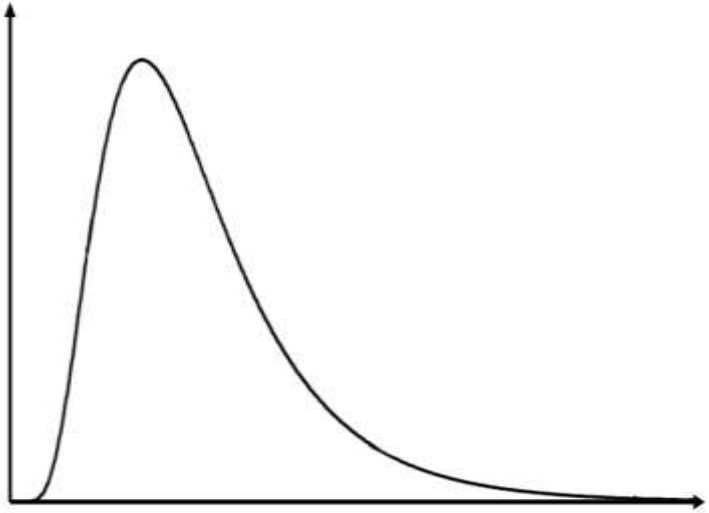
Тема №2:

Широкая диверсификация

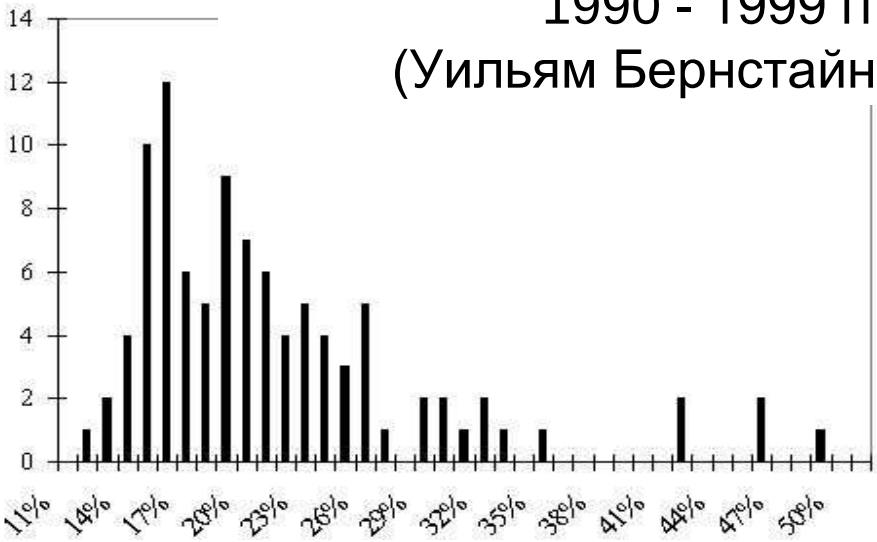
Ваши шансы случайно победить рынок

Каковы ваши шансы победить рынок при случайном выборе отдельных акций?

Классическое
лог. нормальное
распределение



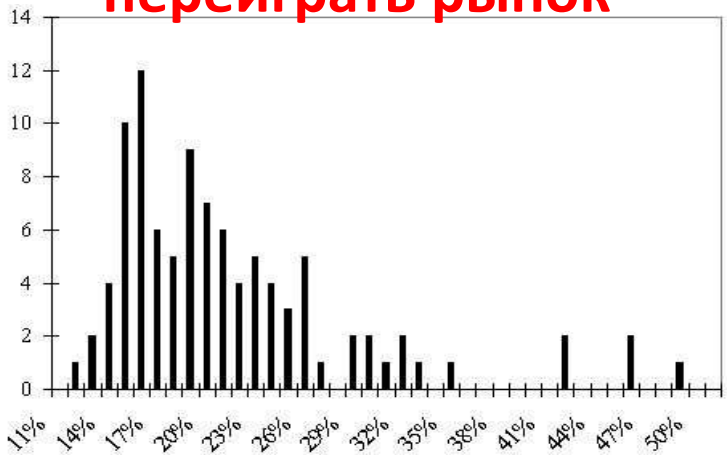
98 равновзвешенных
портфелей из 15 акций
на 10-летнем периоде
1990 - 1999 гг.
(Уильям Бернстайн)



Уильям Бернстайн: «Миф о диверсификации по 15 акциям»

3/4

случайных портфелей из 15 акций не смогли переиграть рынок



«Причина проста: несоизмеримо большую долю в общей прибыли приносят очень небольшое количество «суперакций», таких как Dell Computer, выросшая в цене более чем в 550 раз. Если в вашем портфеле не было одной из нескольких таких акций, то вы сильно отставали от рынка. (…)
Конечно, владея всего 15 такими акциями вы также повышаете свои шансы сказочно разбогатеть. Но реальность, увы, такова, что слишком часто то, что увеличивает ваши шансы разбогатеть, одновременно повышает шансы стать нищим»

assetallocation.ru/15-stocks-diversification-myth

Важность диверсификации

Российские акции, 2000 – 2013 гг. (14 лет)

Период / Эмитент	Дек. 1999 цена	Дек. 1999 сумма	Изм. капитала	Прибыль % год.	Дек. 2013 цена	Дек. 2013 сумма
Автоваз (*)	41,5	**100**	в **26,3** раз	**26,3%**	10,9	**2627**
Аэрофлот	5,4	**100**	в **15,5** раз	**21,6%**	83,7	**1555**
Газпром	7,29	**100**	в **19,0** раз	**23,4%**	138,7	**1904**
Лукойл	297,0	**100**	в **6,9** раз	**14,8%**	2039,7	**687**
Мосэнерго	0,98	**100**	**-10%**	**-0,8%**	0,87	**90**
Ростелеком	51,1	**100**	в **2,2** раз	**5,7%**	111,0	**217**
Сбербанк (**)	1016	**100**	в **99,6** раз	**38,9%**	101,2	**9958**
Сибнефть (***)	8,5	**100**	в **17,4** раз	**22,6%**	147,6	**1377**
Сургутнефтегаз	7,81	**100**	в **3,6** раз	**9,6%**	28,36	**363**
ЮКОС (****)	9,0	**100**	**-100%**	**-100%**	-	-
Портфель		**1000**	в **19,1** раз	**23,5%**		**19131**

(*) Автоваз - сплит 1:100 в 2007 г.

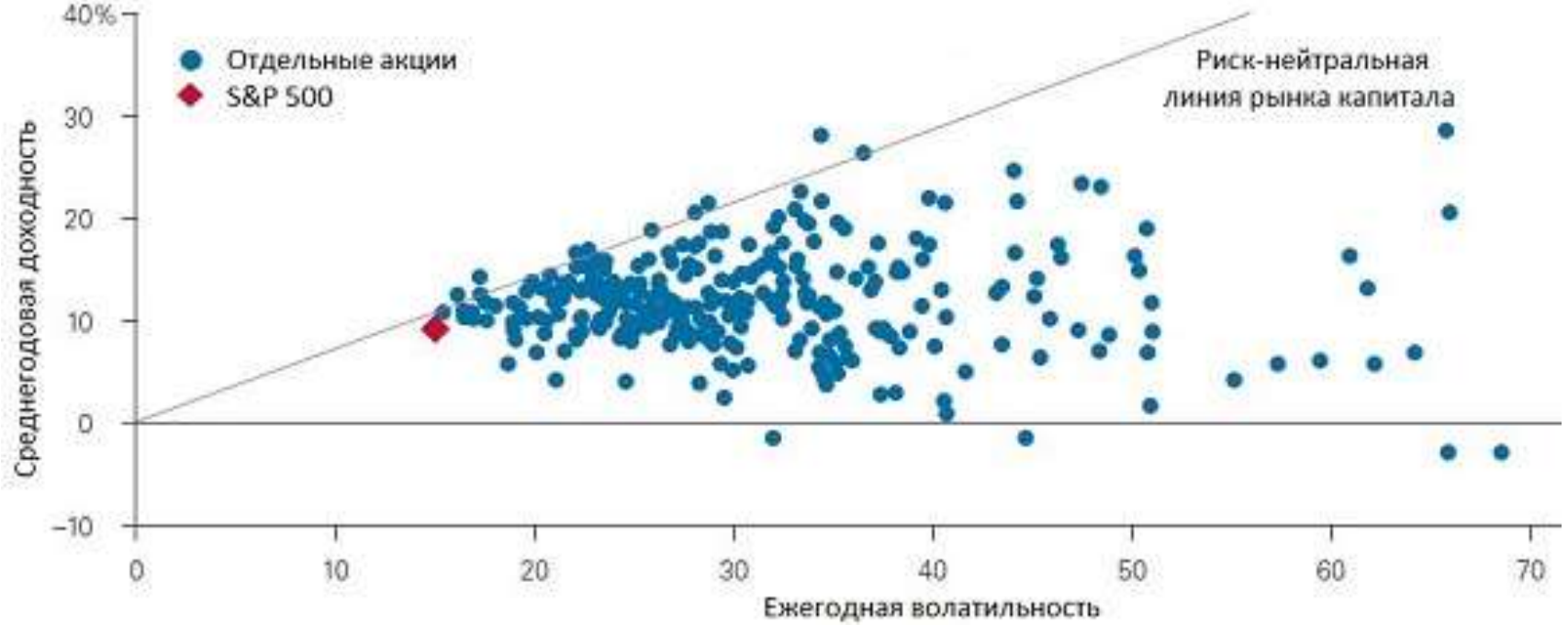
(**) Сбербанк - сплит 1:1000 в 2007 г.

(***) Сибнефть - с 2006 г. - Газпромнефть

(****) ЮКОС – в 2007 г. торги прекращены

2000 – 2013 гг. (14 лет)

Доходность и риск акций, входящих в S&P 500



Доходности и риски за 25 лет, 1988 - 2012 гг.
vanguard.com
«Общие принципы построения диверсифицированных портфелей Vanguard», assetallocation.ru/vanguard-portfolios-1

Тема №3:

Умение и удача управляющих

Успех или удача?

Удача (везение)

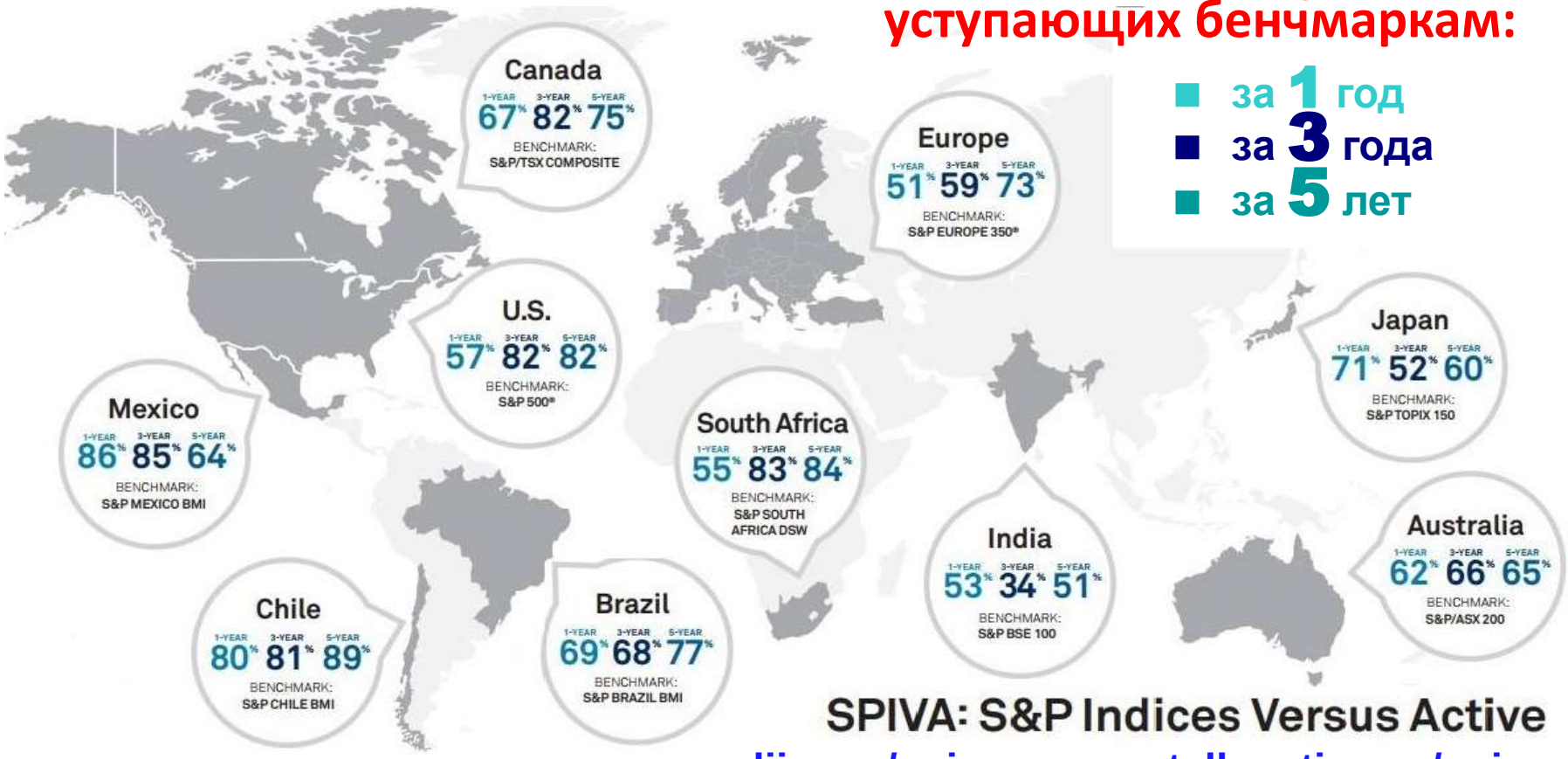
Успех (умение)

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

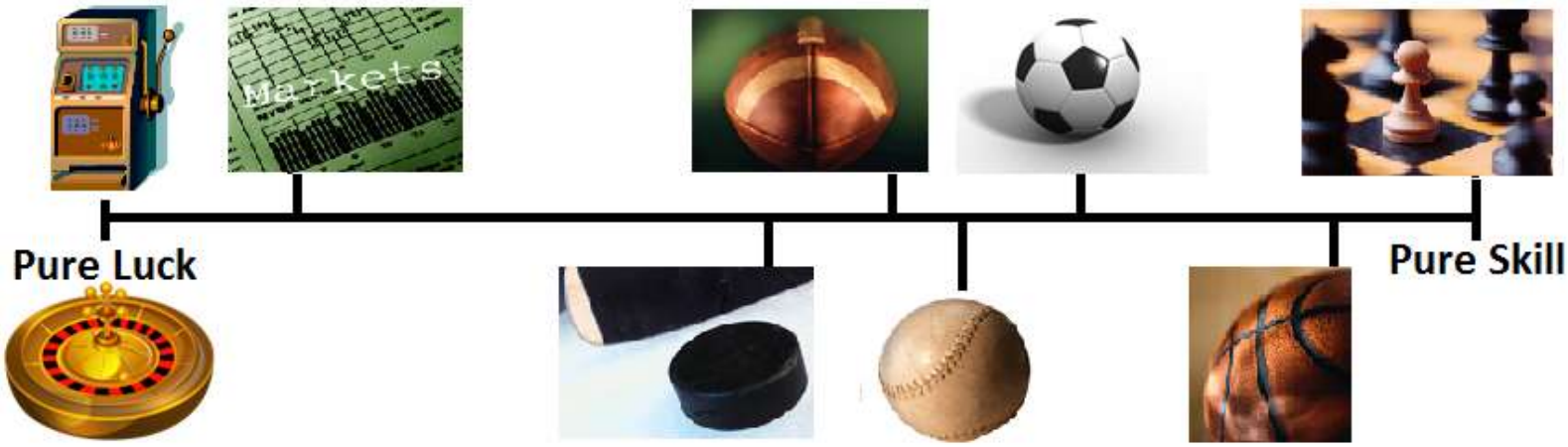
Vanguard, Общие принципы построения диверсифицированных портфелей
assetallocation.ru/vanguard-portfolios

Предсказывает ли прошлое будущее?

Марк Халберт,
«Роль удачи в инвестициях»
assetallocation.ru/luck-goes-into-investing

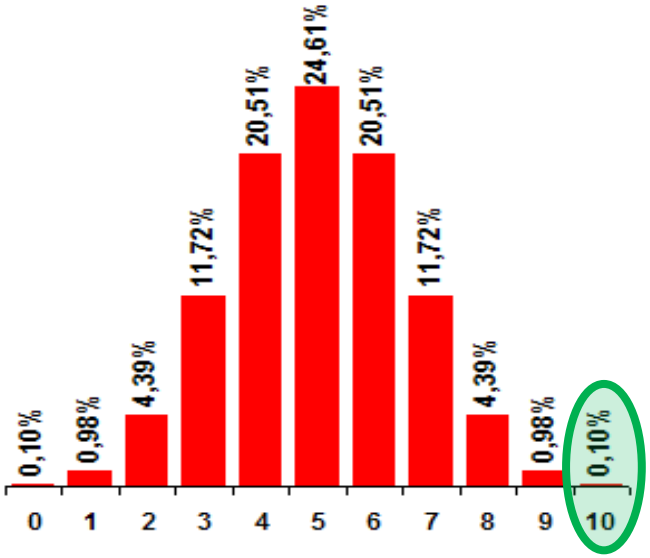
Управление активами – мастерство или везение?

Удача **Умение**



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

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»

Тема №4:

Минимизация издержек

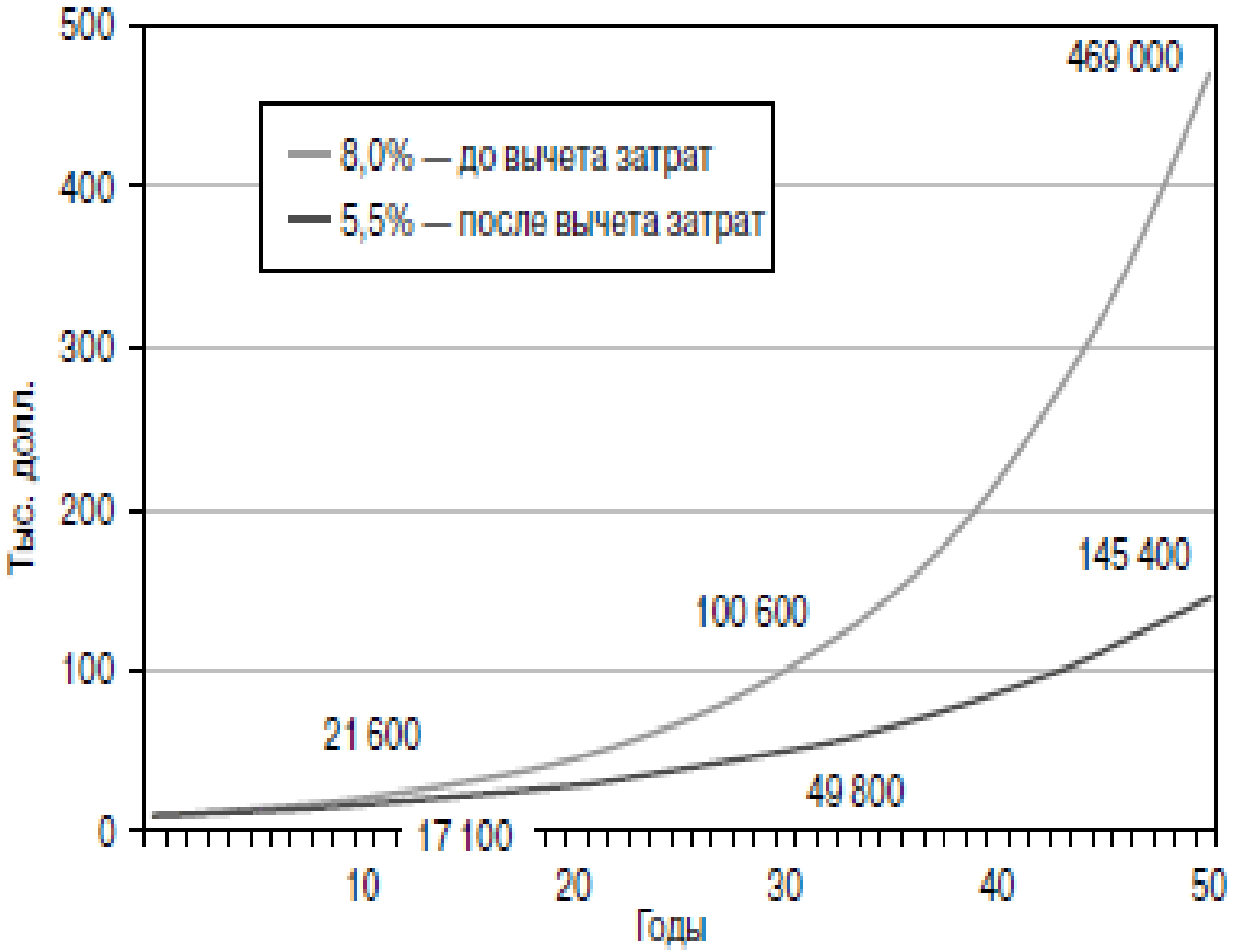
Как определить будущих победителей?

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!)

Почему издержки так важны?



Капитал до вычета затрат

⬆

Цена потерь 2,5% годовых

⬇

Капитал после вычета затрат

$10’000 вложены на 50 лет

Джон Богл, «Руководство разумного инвестора»

Оценка расходов

«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/

Неустранимый конфликт инвестиционной индустрии

Инвестиции через финансовых посредников

инвестор — финансовые посредники — бизнес

3. Инвестор получает то, что осталось

2. Посредники забирают часть прибыли

1. Бизнес зарабатывает прибыль

Интересы финансовых посредников обычно не совпадают с вашими.

Они заботятся, в первую очередь, о своей, а не о вашей прибыли.

Расходы и результаты индексных фондов

№	Расходы	Доходность	
-		11.46%	Индекс ММВБ TR
1	3.00%	11.13%	РГС
2	1.60%	10.11%	Аллтек
3	2.90%	9.63%	Максвелл
4	4.10%	9.55%	Газпромбанк
5	0.99%	9.54%	ОТКРЫТИЕ
6	3.45%	9.52%	СОЛИД-Менеджмент
7	2.50%	9.40%	Ингосстрах
8	5.40%	9.35%	БКС
9	3.70%	9.24%	ВТБ
10	3.30%	8.90%	Альфа-Капитал
11	2.90%	8.52%	Райффайзен Капитал
12	4.00%	8.47%	АК БАРС Капитал
13	4.20%	8.26%	Метрополь
14	3.75%	8.20%	ОЛМА-Финанс
15	5.75%	6.88%	БФА
16	7.00%	5.01%	ДОХОДЪ
17	10.00%	2.33%	Финансовые системы

Тема №5:

Игра «от обороны»

Портфель лежебоки

«Портфель лежебоки или Как за 12 лет увеличить капитал в 118 раз»

assetallocation.ru/lezheboka

Опубликовано в журнале D’ №17, 20.09.10

"Портфель лежебоки"

- **1/3 «Акции»** - ПИФ «Добрыня Никитич»*
- **1/3 «Облигации»** - ПИФ «Илья Муромец»*
- **1/3 «Золото»** - по котировкам ЦБ России

* «СБЕРБАНК Управление активами», ранее - «Тройка-Диалог»

Ежегодное восстановление стратегического баланса портфеля (1/3 : 1/3 : 1/3) в последний день года

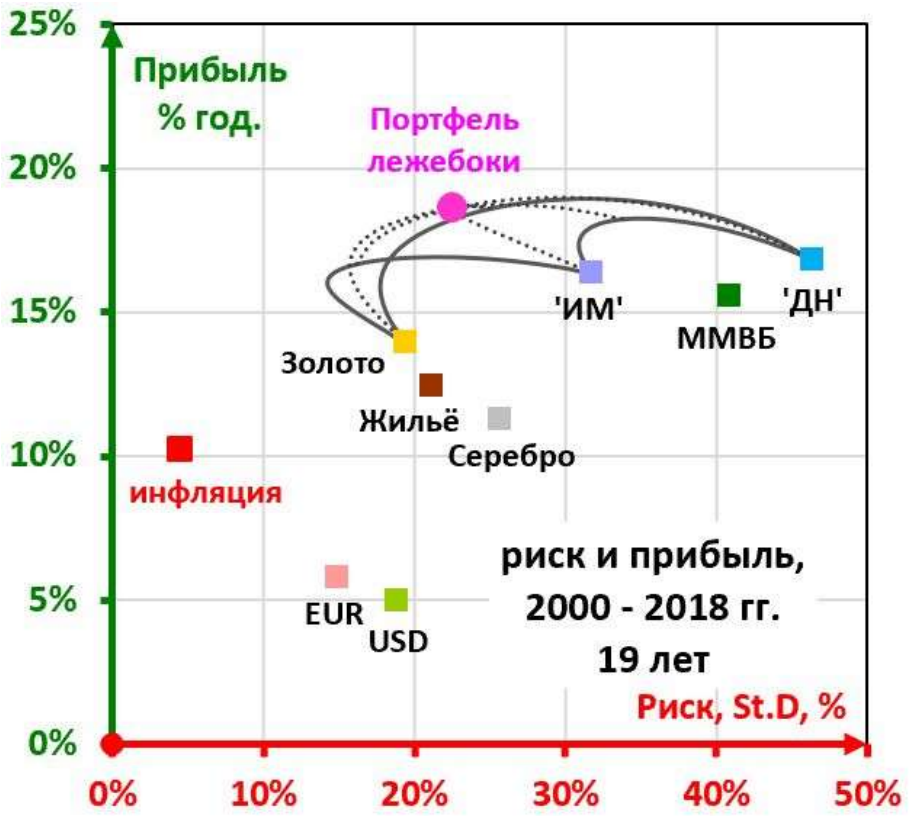
Важно: это ПРИМЕР, но НЕ рекомендация!

AssetAllocation ru

	Акции «Добрыня Никитич»	Облигации «Илья Муромец»	Золото цены ЦБ России	Портфель лежебоки	Инфляция в России
Дек. 97	*475,5 р./пай*	*584,2 р./пай*	*54,5 р./гр.*	*100 руб.*	*100 руб.*
1998	**-71,2%** ↑	**-84,3%** ↑	**+243,6%** ↓↓	**+29,4%**	**+84,4%**
1999	**+294,1%** ↑	**+1877,4%** ↓↓	**+27,4%** ↑	**+733,0%**	**+36,5%**
2000	**+12,3%** ↑	**+125,9%** ↓↓	**-2,2%** ↑	**+45,3%**	**+20,2%**
2001	**+106,7%** ↓↓	**+43,6%** ↑	**+8,5%** ↑	**+52,9%**	**+18,6%**
2002	**+47,7%** ↓↓	**+28,3%** ↑	**+37,7%** ↑	**+37,9%**	**+15,1%**
2003	**+40,8%** ↓	**+21,0%** ↓	**+12,8%** ↑↑	**+20,0%**	**+12,0%**
2004	**+19,5%** ↓↓	**+13,5%** ↑	**-1,1%** ↑	**+15,2%**	**+11,7%**
2005	**+87,8%** ↓↓	**+13,7%** ↑	**+21,5%** ↑	**+41,0%**	**+10,9%**
2006	**+47,8%** ↓	**+8,1%** ↑	**+13,4%** ↑	**+23,1%**	**+9,0%**
2007	**+9,3%** ↑	**+7,9%** ↑	**+22,3%** ↓↓	**+13,2%**	**+11,9%**
2008	**-71,0%** ↑	**-29,5%** ↑	**+25,5%** ↓↓	**-25,0%**	**+13,3%**
2009	**+137,8%** ↓↓	**+61,2%** ↑	**+29,3%** ↑	**+76,1%**	**+8,8%**
2010	**+26,8%** ↓	**+17,1%** ↑↑	**+30,2%** ↓	**+24,7%**	**+8,8%**
2011	**-26,8%** ↑↑	**+8,5%** ↓	**+17,8%** ↓	**-0,2%**	**+6,1%**
2012	**+7,3%** ↓	**+12,0%** ↓	**-0,2%** ↑↑	**+6,6%**	**+6,6%**
2013	**+5,6%** ↓	**+5,1%** ↓	**-22,1%** ↑↑	**-3,8%**	**+6,5%**
2014	**-19,6%** ↑	**-21,4%** ↑	**+70,1%** ↓↓	**+9,6%**	**+11,4%**
2015	**+37,6%** ↓	**+35,1%** ↓	**+16,6%** ↑↑	**+29,8%**	**+12,9%**
2016	**+27,3%** ↓	**+13,3%** ↓	**-9,7%** ↑↑	**+10,3%**	**+5,4%**
2017	**-3,5%** ↑↑	**+11,6%** ↓	**+6,2%** ↓	**+4,8%**	**+2,5%**
2018	**+11,4%** ↓	**+2,7%** ↑↑	**+19,0%** ↓	**+11,0%**	**+4,3%**
8м19	**+18,2%**	**+8,4%**	**+11,7%**	**+12,7%**	**+2,5%**
27/08/19	*12 247 р./пай*	*35 078 р./пай*	*3 190 р./гр.*	*31 008 руб.*	*1 642 руб.*
рост за 21,7 лет	**в 25,8 раз** **16,2%** год.	**в 60,0 раз** **20,8%** год.	**в 58,5 раз** **20,7%** год.	**в 310,1 раз** **30,3%** год.	**в 16,4 раз** **13,8%** год.

Риск и прибыль, Россия, 2000 - 2018

	риск	прибыль
Индекс ММВБ	41%	15,6%
ПИФ «Добрыня Никитич»	46%	16,8%
ПИФ «Илья Муромец»	32%	16,4%
Жилье в Москве	21%	12,5%
Золото	19%	14,0%
Серебро	26%	11,3%
Инфляция		10,2%
Евро	15%	5,8%
Доллар США	19%	5,0%
Портфель лежебоки	22,5%	18,6%



Портфель лежебоки = 1/3 ПИФ акций «Добрыня Никитич» + + 1/3 ПИФ облигаций «Илья Муромец» + 1/3 Золото

Лучшие портфели (с шагом 5%)

период			максимальная прибыль			минимальный риск		
нач.	кон.	лет	акции	облигации	золото	акции	облигации	золото
1998	**2018**	**21**		**55%**	**45%**	**35%**		**65%**
1998	2002	5	-	60%	40%	40%	-	60%
1999	2003	5	-	100%	-	-	-	100%
2000	2004	5	55%	45%	-	10%	20%	70%
2001	2005	5	100%	-	-	-	60%	40%
2002	2006	5	100%	-	-	10%	90%	-
2003	2007	5	100%	-	-	-	70%	30%
2004	2008	5	15%	-	85%	-	35%	65%
2005	2009	5	45%	-	55%	-	-	100%
2006	2010	5	15%	-	85%	-	-	100%
2007	2011	5	-	-	100%	-	-	100%
2008	2012	5	-	-	100%	-	10%	90%
2009	2013	5	60%	40%	-	-	45%	55%
2010	2014	5	-	-	100%	-	75%	25%
2011	2015	5	-	-	100%	-	70%	30%
2012	2016	5	70%	-	30%	5%	60%	35%
2013	2017	5	50%	-	50%	5%	60%	35%
2014	2018	5	-	-	100%	15%	45%	40%
2015	2019	5	?	?	?	?	?	?

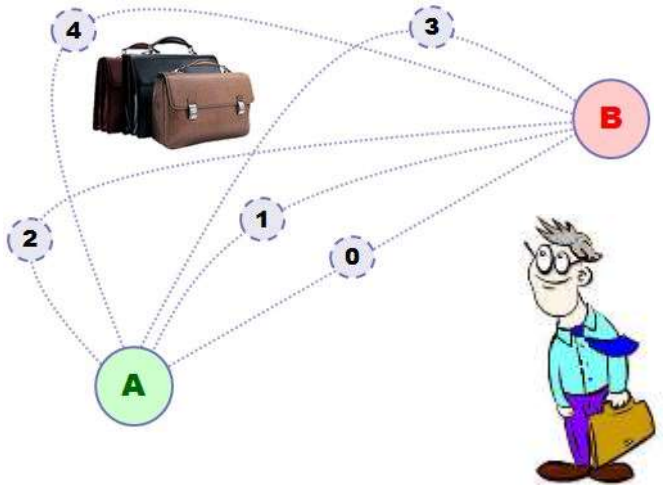
Разброс доходностей

	1998 - 2002	1999 - 2003	2000 - 2004	2001 - 2005	2002 - 2006	2003 - 2007	2004 - 2008	2005 - 2009	2006 - 2010	2007 - 2011	2008 - 2012	2009 - 2013	2010 - 2014	2011 - 2015	2012 - 2016	2013 - 2017	2014 - 2018	21 год
максимум	122,3%	151,0%	44,2%	57,4%	27,1%	38,6%	16,2%	27,1%	24,5%	24,9%	19,8%	20,7%	15,1%	12,6%	10,8%	10,0%	17,8%	41,3%
Акции	31,2%	80,3%	42,0%	57,4%	27,1%	38,6%	1,0%	15,9%	7,1%	-6,9%	-7,3%	20,1%	-3,3%	-1,7%	9,8%	7,5%	8,7%	19,9%
Облигации	66,9%	151,0%	41,7%	23,5%	6,9%	12,8%	1,2%	8,6%	9,2%	9,3%	10,1%	19,2%	3,3%	6,3%	7,2%	7,1%	6,6%	26,6%
Золото	44,9%	16,0%	10,3%	15,2%	6,4%	13,4%	15,9%	22,3%	24,0%	24,9%	19,8%	9,0%	15,1%	12,6%	6,8%	8,2%	17,8%	26,2%
Лежебока	101,3%	99,9%	33,5%	32,7%	13,9%	22,1%	10,3%	21,0%	18,1%	13,2%	11,8%	17,5%	6,9%	7,8%	9,9%	9,6%	12,8%	39,2%
минимум	31,2%	16,0%	10,3%	15,2%	6,4%	12,8%	1,0%	8,6%	7,1%	-6,9%	-7,3%	9,0%	-3,3%	-1,7%	6,8%	7,1%	6,6%	19,9%

«Идеальный» портфель

Для заданной степени риска существует портфель (сочетание активов), который приносит максимальную прибыль.

(Гарри Марковиц)

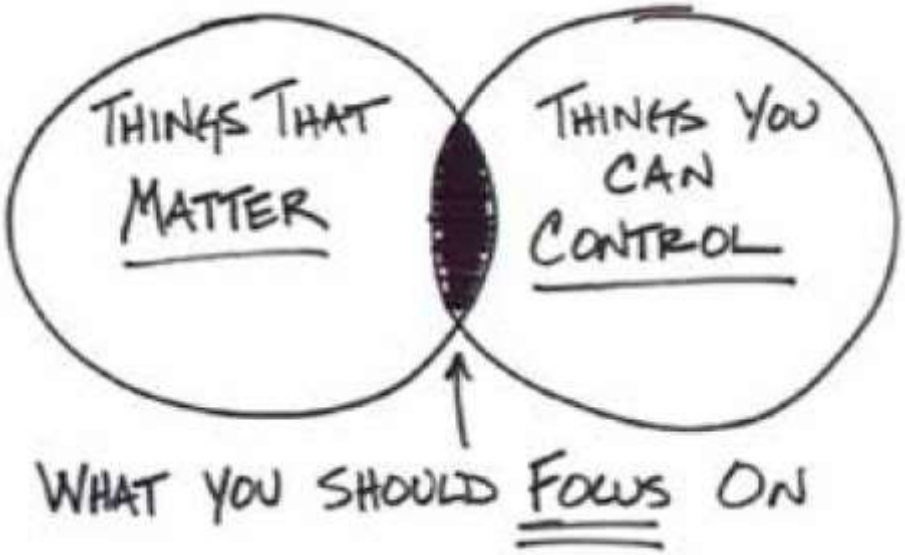


- Найти это сочетание активов возможно лишь по известным ***прошлым данным***. Попытки определить наилучшее ***будущее сочетание*** по ***прошлым данным*** не приводят к успеху.
- Программы и алгоритмы «оптимизации по Марковицу» дают информацию о ***прошлом***, но не о ***будущем*** эффективном портфеле
- Цель – поиск распределения, которое будет ***близко к оптимальному*** при широком спектре обстоятельств.

Некоторые итоги:

1. **Стремитесь к долгосрочным инвестициям**
   - и выбирайте для них подходящее распределение активов (сочетание инструментов)
2. **Стремитесь к широкой диверсификации**
   - и не пытайтесь выбирать отдельные бумаги, если вы не являетесь профессионалом
3. **Не ищите «успешных» управляющих**
   - подавляющее большинство их «успехов» объясняется везением, а не умением
4. **Минимизируйте издержки**
   - не отдавайте свою прибыль посредникам, в инвестициях вы получаете то, за что НЕ платите
5. **Не пытайтесь максимизировать прибыль**
   - цель распределения активов – максимизация шансов инвестора на достижение его личных инвестиционных целей

Сосредоточьтесь на том, что вы можете контролировать!



Vanguard®

То, что имеет значение

- Состояние экономики
- Рынки
- Доходности активов
- Результаты управляющих

То, что вы можете контролировать

- Распределение активов
- Ребалансировка
- Размер издержек
- Налогообложение

Главные принципы пассивных портфельных инвестиций

Отказ от активного управления

Сознательный отказ от выбора времени совершения операций и отдельных ценных бумаг

Грамотный подбор активов

Активы должны быть диверсифицированы, иметь положительную реальную доходность и низкую корреляцию

Строго индивидуальный подход

Формирование портфеля с учетом целей, горизонтов, устойчивости к риску и других особенностей инвестора

Минимизация издержек

Чем ниже комиссии и налоги, тем большая часть доходности, приносимой активами, остается инвестору

Дисциплина, следование курсу

Сохранение структуры портфеля во время рыночных потрясений, регулярная ребалансировка портфеля

Портфельные инвестиции…

Для Вас, если Вы:	НЕ для Вас, если Вы:
Уже располагаете свободным капиталом	Не располагаете капиталом для инвестиций
Готовы инвестировать на долгий срок	Тяготеете к адреналину и азартным играм
Согласны на умеренную доходность	Верите в сказки про сумасшедшую доходность

Причины предпочесть портфельные инвестиции:

1. Минимальные затраты времени

2. Не требуется предварительный опыт

3. Низкая стоимость операций

4. Риск ниже, чем у большинства инвесторов

5. Прибыль выше, чем у большинства инвесторов

Причины предпочесть пассивные инвестиции

- Asset Allocation, по сути, является стандартом, рекомендуемым для принятия решений инвестиционными консультантами на Западе

Beginners' Guide to Asset Allocation, Diversification, and Rebalancing (SEC):

- sec.gov/investor/pubs/assetallocation.htm

Руководство для начинающих по распределению активов, диверсификации и ребалансировке:

- assetallocation.ru/beginners-guide-to-asset-allocation

Причины предпочесть пассивные инвестиции

- Продукты и стратегии на базе Asset Allocation предлагаются крупнейшими инвестиционными компаниями мира

- … и многими другими

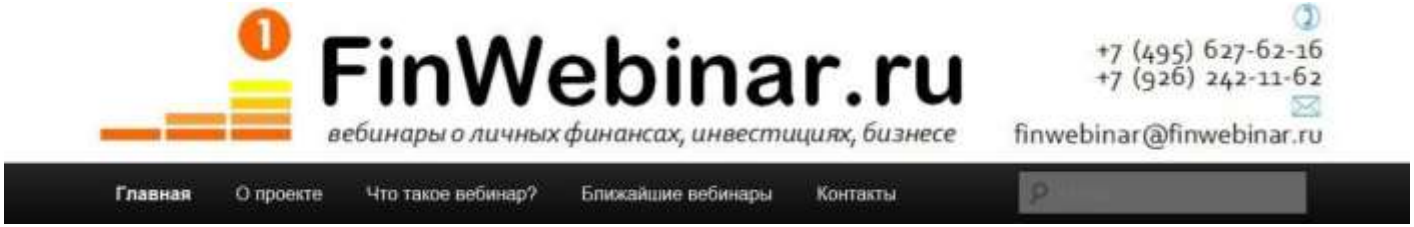
Учебный курс «Инвестиционный портфель»

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

Часть 1. «Структура портфеля или Стратегия»
09.09.19 – 13.09.19
1.1. «Доходность и риск»
1.2. «Управление риском»
1.3. «Структура портфеля»
1.4. «Детализация портфеля»
1.5. «Портфельные стратегии»

Часть 2. «Наполнение портфеля или Тактика»
23.09.19 – 27.09.19
2.1. «Рынок ценных бумаг»
2.2. «Биржевые операции»
2.3. «Инвестиционные фонды»
2.4. «Прочие инструменты»
2.5. «Портфельные тактики»

До новых встреч!



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