

# Пассивная победа: перспективы фондов с пассивным управлением



Сергей Спирин

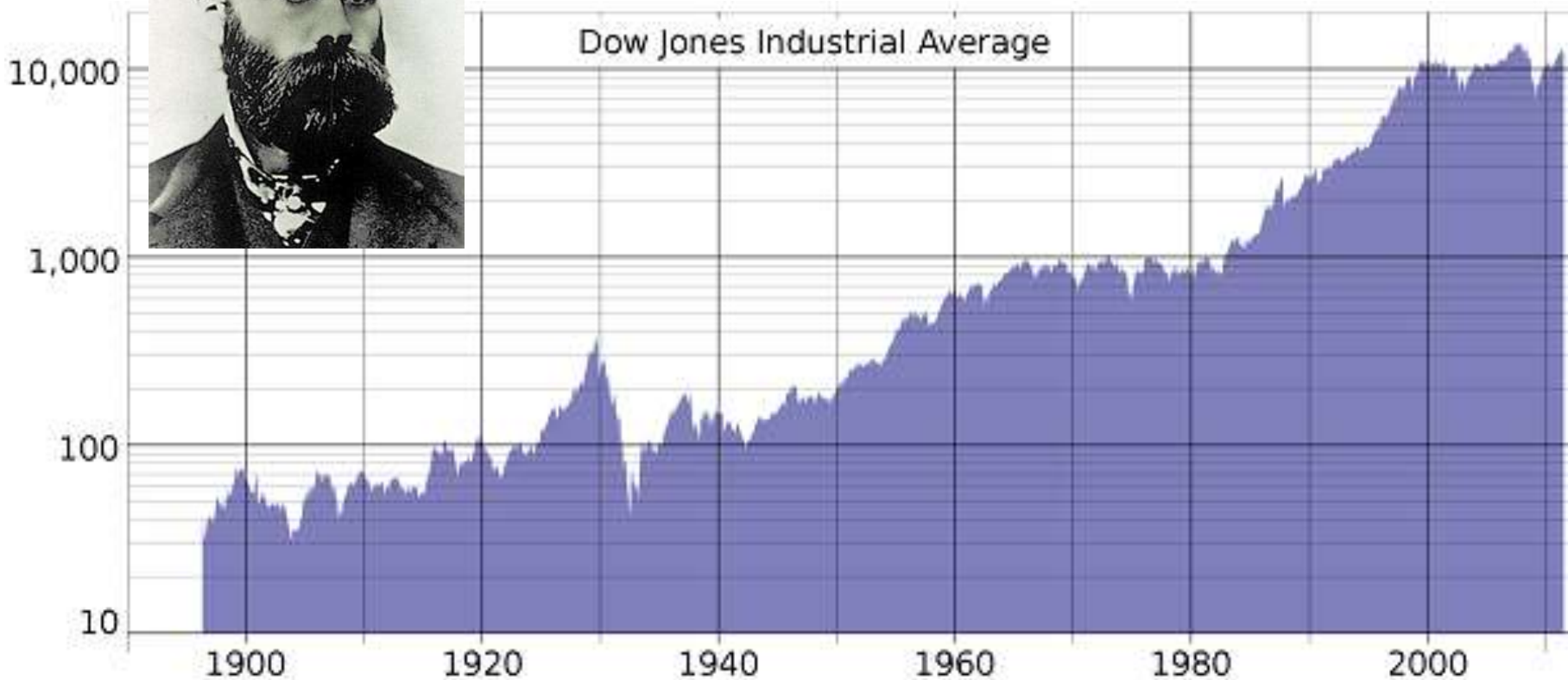
14 декабря 2019 г.

3-я Конференция

«Портфельные инвестиции для частных лиц»

Презентация: [assetallocation.ru/pdf/passive-triumph.pdf](https://assetallocation.ru/pdf/passive-triumph.pdf)

# Промышленный Индекс Доу- Джонса - с 1896 г.



# Три стратегии на рынках



## Спекуляции

Технический анализ

Конец XIX века



## Активные инвестиции

Фундаментальный анализ

1930-е – 1940-е

В основе как спекуляций, так и активных инвестиций лежит стремление «обыграть рынок»

- либо путем выбора времени операций покупки - продажи (**спекуляции**)
- либо путем выбора отдельных бумаг (**активные инвестиции**)

**рост эффективности финансовых рынков** 

# Гипотеза эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis, EMH)

**1965 г.** - Efficient Market Hypothesis, 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.**

- На эффективном рынке возможно получение только **краткосрочной случайной** спекулятивной прибыли (выше общей доходности рынка).
- На эффективном рынке невозможно получение спекулятивной прибыли на постоянной основе в долгосрочном периоде времени.



# Гипотеза эффективного рынка (Efficient Market Hypothesis, EMH)

## Степени эффективности рынков:

### 3. Сильная

- цена отражает всю информацию: прошлую, публичную и внутреннюю  
**инсайд бесполезен**

### 2. Средняя

- цена актива отражает как прошлую, так и публичную информацию  
**фундаментальный анализ бесполезен**

### 1. Слабая

- цена актива полностью отражает любую прошлую информацию  
**технический анализ бесполезен**



# Появление ИНДЕКСНЫХ ФОНДОВ

**1976 г. –**

Создание первого открытого  
индексного фонда **Vanguard**  
**Group's First Index Investment Trust**  
**\$11,3 млн.** под управлением



Help  
Stamp Out  
Index Funds



**INDEX FUNDS ARE  
UNAMERICAN!**

**2019 г. –**

**Vanguard 500 Index Fund**, **свыше**  
**\$500 млрд.** под управлением  
Всего в индексных фондах –  
**более \$5 трлн.**



# «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.

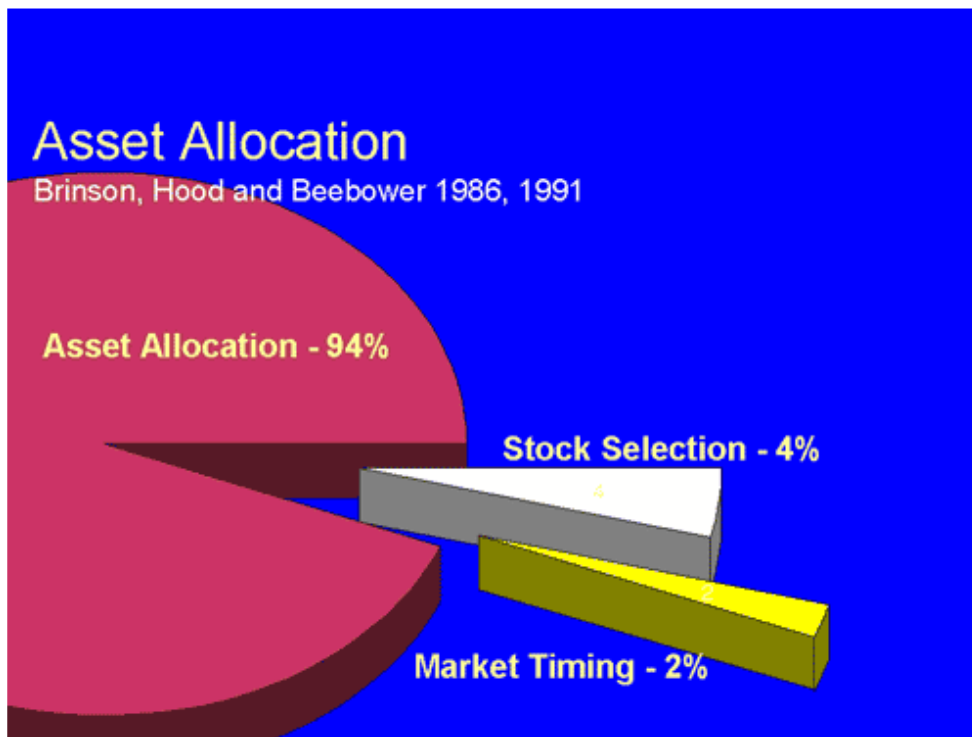


В старые времена любой хорошо обученный специалист по ценным бумагам мог провести хорошее профессиональное исследование по подбору недооцененных бумаг с помощью подробного анализа. Однако, в свете огромного количества исследований, которые в настоящее время ведутся, я сомневаюсь, что в большинстве случаев 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](http://assetallocation.ru/a-conversation-with-benjamin-graham)

# Влияние факторов на результаты инвестиций

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



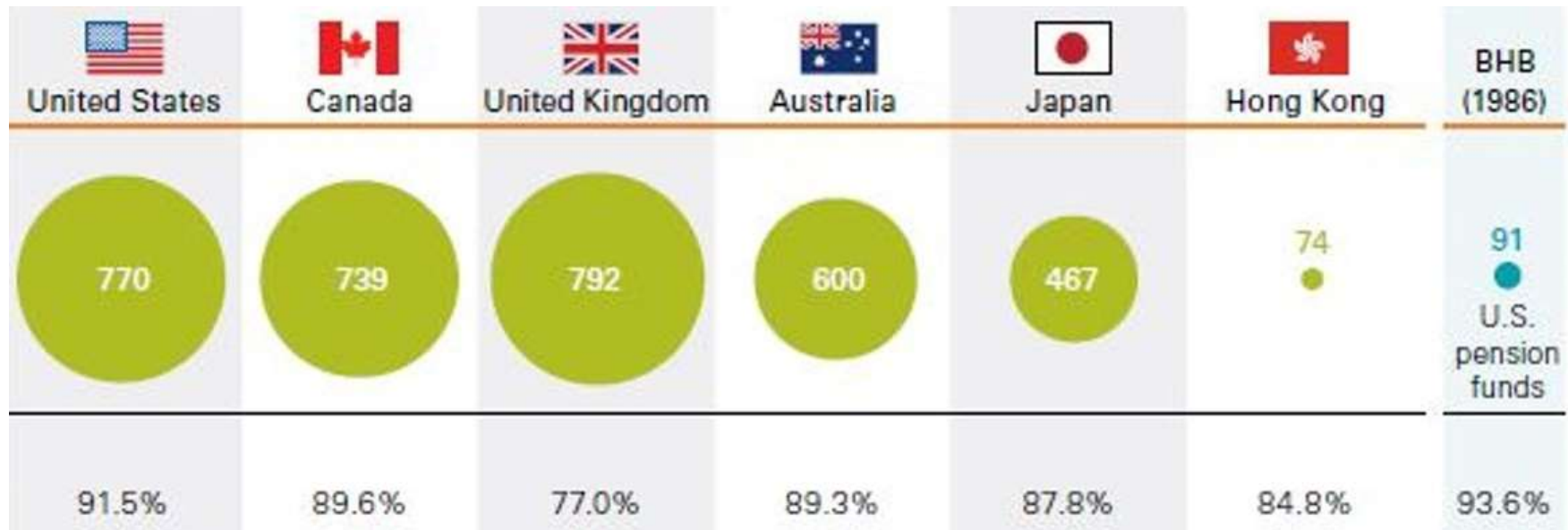
Влияние факторов  
на результаты  
инвестиций:

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

[assetallocation.ru/BHB-1986](http://assetallocation.ru/BHB-1986)



# Влияние факторов на результаты инвестиций



- Количество исследуемых сбалансированных фондов
- Доля результатов, объясняемая распределением активов

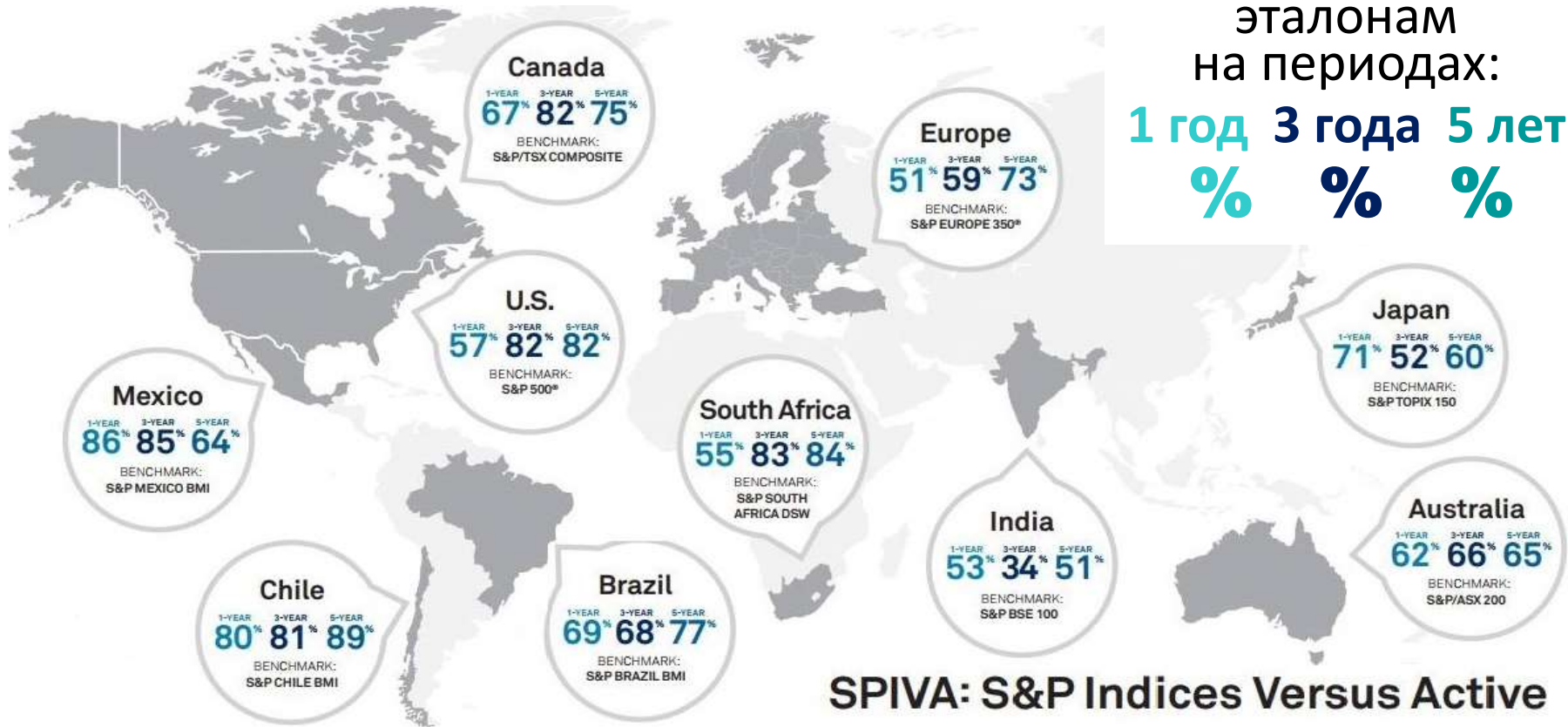
Источник:

«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**  
**% % %**



**SPIVA: S&P Indices Versus Active**

[spdji.com/spiva](http://spdji.com/spiva)

[assetallocation.ru/spiva](http://assetallocation.ru/spiva)

# Проблемы выбора активных управляющих

Выбор активных управляющих по  
прошлым результатам не приносит  
успеха

Изменения  
позиций  
управляющих  
в рэнкингах  
напоминают  
случайные

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

Асват  
Дамодаран,

«Активные  
инвестиции  
– смерть или  
возрождение?»

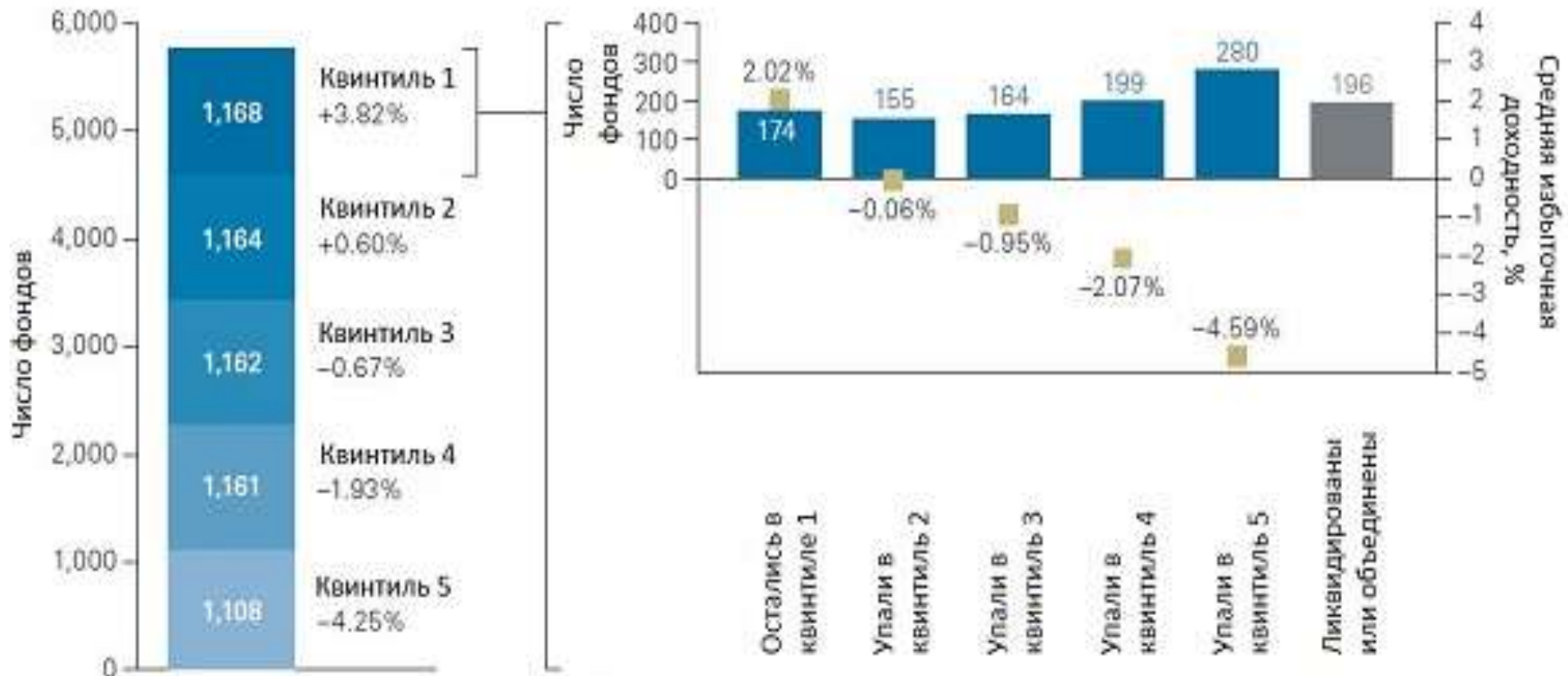
[assetallocation.ru/active-investing-rest-in-peace](http://assetallocation.ru/active-investing-rest-in-peace)

# Лучшие фонды легко сдают позиции

Vanguard,  
Общие принципы построения  
Диверсифицированных портфелей  
[assetallocation.ru/vanguard-portfolios](http://assetallocation.ru/vanguard-portfolios)

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

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



# Умение или везение?

**Везение  
(удача)**



**Умение  
(мастерство)**



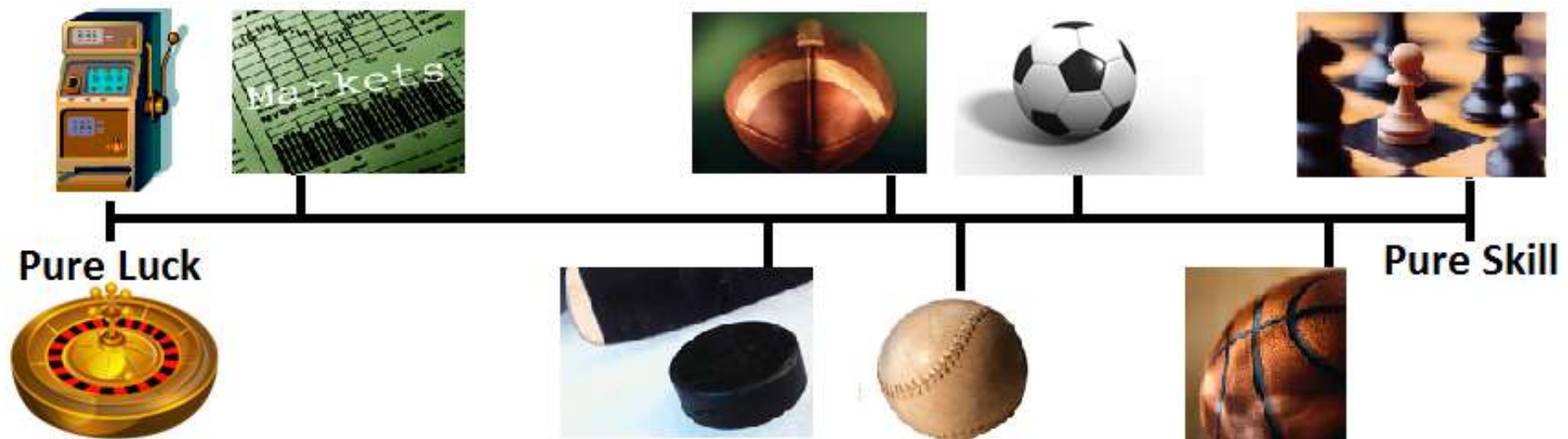
**Критерий –  
статистически подтверждаемая повторяемость  
(предсказуемость) результатов**



# Умение или везение?

## Удача

## Умение



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



# 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

**Пассивные инвесторы** – НЕ пытаются опередить рынок



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

Но у **пассивных инвесторов** издержки ниже... ①

**Активные инвесторы** – пытаются опередить рынок



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

... А у **активных инвесторов** издержки выше ①①①①① ...

## **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)**

# 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/](https://assetallocation.ru/the-bet/)

# Логичное следствие

**Проблема №1:** Большинство активных управляющих проигрывают индексам

**Проблема №2:** Выбор активных управляющих по прошлым результатам не ведет к успеху

## Следствия:

- Постепенный переход к пассивным стратегиям управления капиталом
- Рост капитала, использующего стратегии пассивных инвестиций и распределения активов

# Три стратегии на рынках



## Спекуляции

Технический анализ

Конец XIX века



## Активные инвестиции

Фундаментальный анализ

1930-е – 1940-е



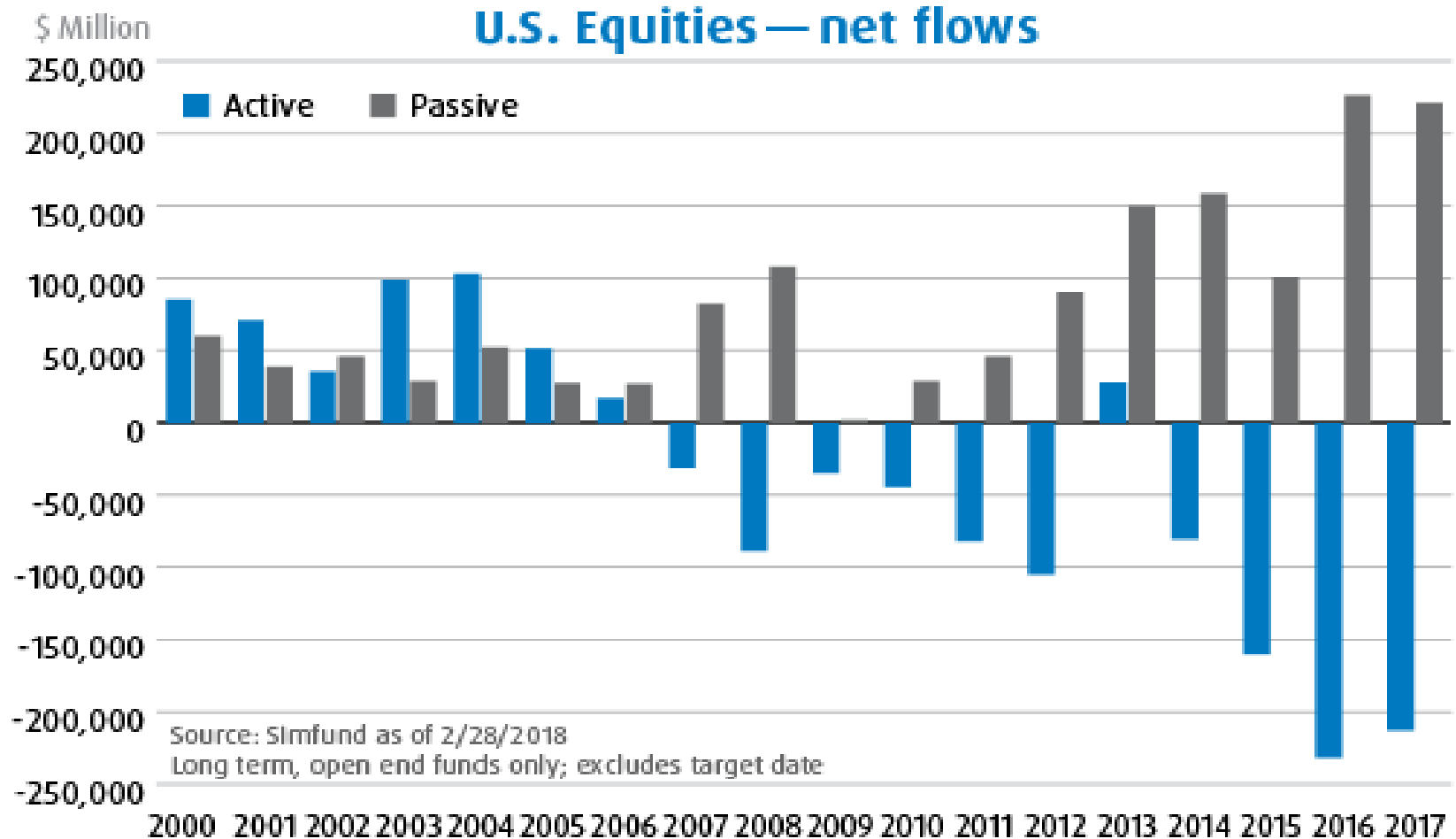
## Пассивные портфельные инвестиции

Asset Allocation

1980-е – 1990-е

**рост эффективности финансовых рынков**

# Переток денежных средств в пассивные инвестиции





# Доля пассивных инвестиций

Источник: [global.spdrs.com](http://global.spdrs.com)



# 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***

[assetallocation.ru/new-kings-of-wall-street](http://assetallocation.ru/new-kings-of-wall-street)

# ETFs и БиПИФы на Мосбирже

## ETFs: 16 фондов

- FXUS**  
Акции США  
с 31/10/13  
0,90%
- FXIT**  
Акции IT США  
с 31/10/13  
0,90%
- FXDE**  
Акции Германии  
с 31/10/13  
0,90%
- FXJP**  
Акции Японии  
с 31/10/13  
0,90%
- FXAU**  
Акции Австралии  
с 31/10/13  
0,90%
- FXUK**  
Акции Великобритании  
с 31/10/13  
0,90%
- FXRL**  
Акции РФ  
с 02/03/16  
0,90%
- FXRU**  
Еврооблигации РФ  
с 02/12/13  
0,50%
- FXMM**  
Казн. векселя США с р/х  
с 16/05/14  
0,49%
- FXM**  
Казн. векселя США  
с 10/04/19  
0,20%
- FXCN**  
Акции Китая  
с 06/02/14  
0,90%
- FXGD**  
Золото  
с 17/10/13  
0,45%
- FXKZ**  
Акции Казахстана  
с 16/10/18  
1,39%
- FXRB**  
Еврооблигации РФ с р/х  
с 29/04/13  
0,95%
- FXTB**  
Казн. векселя США  
с 10/04/19  
0,20%
- RUSE**  
Акции РФ  
с 17/04/18  
0,65%
- RUSB**  
Еврооблигации РФ  
с 17/04/18  
0,50%



## БиПИФы: 19 фондов

- SBMX**  
Акции РФ  
с 17/09/18  
до 1,10%
- SBGB**  
Гос. облигации РФ  
с 25/01/19  
0,80%
- VTBA**  
Акции США  
с 20/06/19  
0,90%
- VTBH**  
Корп. облигации США  
с 29/07/19  
0,50%
- AKEU**  
Акции Европы  
с 26/08/19  
0,90%
- TRUR**  
Портфель в рублях  
с 09/12/19  
до 3,46%
- SBSP**  
Акции США  
с 09/04/19  
1,00%
- SBRB**  
Корп. облигации РФ  
с 06/09/19  
0,80%
- VTBE**  
Акции разв. стран  
с 29/07/19  
0,80%
- VTBV**  
Корп. облигации РФ  
с 21/02/19  
0,80%
- AKSP**  
Акции США  
с 04/04/19  
1,40%
- TEUR**  
Портфель в евро  
с 09/12/19  
до 3,46%
- GPBX**  
Облигации РФ 2 года  
с 23/07/19  
0,45%
- GPBM**  
Облигации РФ 4 года  
с 23/07/19  
0,45%
- MTEK**  
Акции IT США  
с 22/10/19  
2,50%



# Прогнозируемые тенденции на рынке РФ

- Дальнейшее перетекание средств из активных в пассивные (индексные) фонды
- Расширение линеек индексных фондов
- Дальнейшее снижение издержек
- (?) Появление факторных (смарт-бета) фондов с низкими издержками
- (?) Пассивные портфельные стратегии как стандарт для инвестиционных/финансовых советников
- (?) Робо-адвайзинг
- (?) Direct-indexing

# До новых встреч!

AssetAllocation  ru[Главная](#) [Что это](#) [Старт](#) [Книги](#) [Файлы](#) [Тесты](#) [Видео](#) [Форум](#) [Связь](#) [Рассылка](#)

## FinWebinar.ru

вебинары о личных финансах, инвестициях, бизнесе

+7 (495) 627-62-16  
+7 (926) 242-11-62

[finwebinar@finwebinar.ru](mailto:finwebinar@finwebinar.ru)

[Главная](#)[О проекте](#)[Что такое вебинар?](#)[Ближайшие вебинары](#)[Контакты](#)

Сергей Спирин

ЖЖ - [fintraining.livejournal.com](http://fintraining.livejournal.com)

FB - [facebook.com/fintraining.spirin](https://facebook.com/fintraining.spirin)

BK - [vk.com/fintraining](https://vk.com/fintraining)

Telegram - [t.me/fintraining](https://t.me/fintraining)

Twitter - [twitter.com/fintraining](https://twitter.com/fintraining)

E-mail - [spirin@fintraining.ru](mailto:spirin@fintraining.ru)