

Индексные фонды, или Триумф опыта над надеждой

© Nexus Ltd – Цымбал Анатолий
Опубликовано в Offshore Journal #12 2004

1 Введение

Наряду с облигациями и инструментами денежного рынка, инвестирование в акции было и остается основой построения сбалансированного портфеля, ориентированного на сохранение капитала и получение устойчивого дохода.

2 Три подхода к инвестированию в акции

Инвестор, который собирается вложить деньги в акции, может сделать это тремя способами:

1. Заняться самостоятельным инвестированием или трейдингом на рынке акций и с высокой долей вероятности пополнить ряды "овец", которых стригут профессионалы.
2. Инвестировать в активно управляемый (далее - активный) инвестиционный фонд.
3. Инвестировать в индексный фонд.

Первый способ инвестирования требует очень основательной подготовки и больших затрат времени и денег. В противном случае ваши шансы выиграть в казино будут значительно выше. Прочитав несколько книг на тему "Как инвестировать в акции", не надейтесь, что завтра вы сможете обыграть десятки и сотни тысяч профессионалов, для которых торговля на бирже их главное дело в жизни. Они только и ждут, чтобы вы вышли на рынок. На коротких промежутках времени сумму денег на финансовых рынках можно считать постоянной, поэтому заработать можно только отняв у кого-то другого. В теории игр это называется игра с нулевой суммой. Учитывая то, что сегодня большинство инвесторов это профессионалы, у новичка-любителя шансов немного. Обширные исследования показывают, что профессиональные инвестиционные менеджеры фондов стабильно переигрывают частных инвесторов. Например, средняя годовая доходность портфелей частных инвесторов за период с 1984 по 2000 год составила 5,3%, а средняя доходность инвестиционных фондов за этот же период была в два раза выше.

Далее мы обсудим различия инвестирования в активно управляемые (активные) фонды и в пассивные (индексные) фонды.

3 Определения

Для понимания материала требуется ввести некоторые определения.

Активный фонд

Это паевой фонд, инвестирующий средства вкладчиков в акции различных эмитентов. Политику инвестирования, т. е. подбор составляющих инвестиционного портфеля, приказы на покупку и продажу определяет инвестиционный управляющий, который принимает решения по своему усмотрению на основании знаний, опыта и дара предвидения.

Инвестиционный управляющий

Физическое или юридическое лицо, управляющее активами фонда. Очевидно, что инвестиционный управляющий может быть только у активного фонда.

Власть инвестиционного управляющего не безгранична. Во всех развитых странах инвестиционные фонды имеют определенные ограничения (требования к надежности эмитентов, ликвидности, отчетности и пр.).

Пассивный (индексный) фонд

Пассивный или индексный фонд - это паевой фонд, инвестиционный портфель которого аналогичен фондовому индексу. Например, индексный фонд на основе индекса S&P 500 приобретает акции всех 500 компаний, которые входят в индекс. Доли акций в фонде такие же, как и в индексе. Доход такого индексного фонда равен приросту индекса S&P 500.

Фондовый Индекс

Фондовый индекс (Индекс) - средневзвешенное значение цен определенного набора ценных бумаг. Средневзвешенное значение означает, что влияние цен отдельных эмитентов на значение индекса пропорционально капитализации этой ценной бумаги. Капитализация - это произведение стоимости ценной бумаги на их количество в обращении.

Ценные бумаги для индекса отбираются по критерию частоты покупки-продажи на бирже, уровню капитализации и по тому, насколько серьезно ситуация в данной фирме влияет на ситуацию в отрасли или в экономике страны в целом.

Расходы Инвестиционных Фондов

Полные управленческие расходы (TER - Total Expense Ratio), это оплата услуг инвестиционного управляющего и прочие административные расходы.

Транзакционные издержки (Trading Costs) - это коммуникационные расходы и комиссионные брокера за осуществление сделок с активами фонда.

Ежегодные управленческие расходы (Management Fees). Вознаграждение инвестиционного управляющего. Обычно определяются как % от суммарного капитала в управлении. Чаще всего в публичных материалах фондов приводятся именно они, хотя более точно потери инвестора отражает сумма полных административных расходов и транзакционных издержек.

4 Немного истории

Для инвестиций в акции 2004 год был неудачным. Можно сказать, неудачными были все пять последних лет. Такая ситуация наблюдалась на всех основных рынках (США, Великобритания, Европа). Индексы акций (MSCI Global, FTSE 100, S&P 500, Dow Jones Euro STOXX) за последние 6 лет остались неизменными или упали. В этом году индексы в основном топтались на месте и устойчивой тенденции к росту тоже не проявляли.

В таких условиях инвестиционные компании, специализирующиеся на активных фондах, с трудом могут объяснить своим клиентам почему их портфели акций за последние 6 лет не принесли никакого дохода. Ведь сами финансовые "гуру", которым миллионы вкладчиков доверили свои средства, получают огромные доходы.

Хорошо если стоимость портфеля просто осталась прежней. Но как объяснить инвесторам то, что их инвестиционный фонд работал хуже чем рынок в целом? Почему за этот период средняя доходность активных фондов, инвестирующие в акции американских компаний, оказалась на 3,2% ниже чем рост индекса S&P 500? За что получает деньги инвестиционный управляющий?

Подозрения, что активные фонды не очень успешны у биржевых аналитиков появились еще в начале прошлого века¹. На это также указывали исследования эффективности активных фондов, опубликованные в середине 60-х.

В 1973 году вышла книга профессора экономики Принстонского университета Бертон Дж. Малкила "Случайное блуждание по Уолл Стрит" ². Книга стала бестселлером и регулярно переиздается до сих пор. Сама же Уолл Стрит приняла ее без восторга, поскольку книга посягала на утверждения брокеров, аналитиков и инвестиционных менеджеров, что их глубокие знания, аналитический ум и упорный труд позволяют достигать выдающихся результатов.

Исследования Малкила показали, что на коротких промежутках времени цены на отдельные акции изменяются случайным, непредсказуемым образом. Главный вывод исследования: Для инвестора гораздо надежнее не отдавать средства в активный фонд и уж конечно не пытаться торговать самому, а купить индекс.

Идея оказалась плодотворной и в 1973 году стартовал первый индексный фонд. С тех пор инвестиции в индексные фонды неуклонно росли (См. Рис. 1).



Рис. 1. Приток средств частных инвесторов в индексные фонды (в процентах и миллиардах долларов)

В начале 80-х наступил необычно продолжительный период роста фондовых рынков и менеджерам активных фондов удалось несколько отвоевать интерес вкладчиков. Стоит, однако, заметить, что в этот период на рынке акций не зарабатывали только ленивые. Не зря на Уолл Стрит популярна поговорка «Не путайте мозги с бычьим рынком».

В конце 90-х наступил спад. Доходы на рынках акций резко упали и у активных фондов наступили трудные времена. На фоне общего спада интереса к инвестициям в акции произошла массовая перекачка средств в индексные фонды. Сегодня в индексных фондах размещены около половины всех инвестиций институциональных инвесторов и около 30% средств частных инвесторов.

5 Почему активное инвестирование не работает?

Процветающий бычий рынок порождает множество мифов, о достоверности которых не принято рассуждать - во всяком случае, до тех пор, пока на Уолл-стрит все обстоит благополучно. Но вот

наступают времена, когда рынок перестает расти или падает, и приходит пора выяснить, имеют ли эти мифы какое-то отношение к действительности. Одно из принимаемых на веру утверждений состоит в следующем: обладая достаточным количеством времени и информацией, активный управляющий или частный инвестор в состоянии показать результаты, лучшие, чем показывает индекс.

В действительности средний активный управляющий крайне редко показывает доходность лучше, чем средняя доходность по индексу.

В чем же дело? Вот некоторые основные причины удручающих результатов индивидуальных инвесторов и активных фондов:

Человеческие факторы

Чрезмерная торговая активность. Оказывается, потребность торговать - это свойство человеческой природы, она побуждает участников рынка совершать множество ненужных сделок, в результате число убыточных сделок также заметно растет. Еще одно немаловажное наблюдение: средний инвестор дольше держит убыточную позицию и быстрее закрывает прибыльную.

Исследования Терренса Одина и Брэда Барбера из Калифорнийского Университета³ показали, что увлечение активной торговлей приводит к снижению чистой прибыли. По их данным результаты наиболее активных трейдеров в среднем на 6 процентов хуже результатов наименее активных.

Повышенная склонность к риску Одно из немаловажных свойств, определяющих поведение инвестора, особенно инвестора-мужчины, на рынке — это уверенность в себе. Очень часто она перерастает в самоуверенность. Средства массовой информации сформировали идеал всезнающего, идущего напролом инвестора. Избыточная активность и самоуверенность - прямое следствие обилия финансовых журналов, обзоров и всевозможных советчиков. Чрезмерно уверенный в себе инвестор склонен неадекватно оценивать риски своего портфеля.

Неустребимая надежда на собственную интуицию и удачу. При любых обстоятельствах надеяться на положительный результат – довольно распространенное свойство человеческой природы. Оптимизм в жизни безусловно полезен, но в управлении активами нужен только трезвый расчет. Сравнение доходности инвестиционных управляющих и компьютерных программ управления активами оказались не в пользу человека.

Системные факторы:

Высокая эффективность рынков, а особенно рынков традиционных инструментов (т.е. акций и облигаций). Основные положения теории «эффективного рынка» вкратце сводятся к следующему: рыночная цена акции — это своеобразное зеркало, отражающее всю известную на данный момент информацию о компании-эмитенте. Эффективный рынок, это рынок на котором в ценообразовании учтена вся сколько нибудь значимая информация. Т.е., сколько ни анализируй ту или иную ценную бумагу, ничего нового, существенного для формирования цены узнать больше не удастся. Переиграть эффективный рынок невозможно даже теоретически.

Непредсказуемость поведения цен. Очень часто одни и те же факторы вызывают совершенно по разному влияют на цены.

Инвестор может обладать самой свежей информацией о рынке и, однако, работать в убыток. Почему? Во-первых, информация, не всегда соответствует действительности. Но даже если она верна, то трейдер и рынок могут по разному ее интерпретировать и по разному на нее реагировать. Рынок ежеминутно преподносит своим участникам самые неожиданные сюрпризы.

Технический анализ так же мало помогает получить прибыль, как изучение спортлото — выиграть. Вы можете досконально проанализировать устройство ящика, из которого вылетают шары. Можете сосчитать, сколько раз за последние годы выпадало число 13. Можете точно узнать, сколько шар весит, из какого материала сделан, какими физическими свойствами он обладает, какими чернилами нанесен номер. Вы даже можете выведать, что предпочитает на завтрак сотрудник, запускающий лототрон. Но это все равно не позволит вам определить какой номер выпадет следующим. Математика убедительно доказывает, что чем больше факторов, влияющих на исход некоторого события, тем труднее этот исход достоверно определить. При наличии всего нескольких таких факторов задача становится неразрешимой, а на рынке таких факторов великое множество.

Смена инвестиционных управляющих. И все же есть специалисты устойчиво переигрывающие рынок на коротких и средних промежутках времени⁴. Проблема в том, что их очень немного и для рядового инвестора определить кто они практически невозможно. Кроме того, на них идет настоящая охота и конкурирующие инвестиционные компании регулярно переманивают их друг у друга. Компании не рекламируют смену менеджеров и продолжают привлекать инвесторов, ссылаясь на высокие доходы в прошлом, несмотря на то, что специалист, который их обеспечивал, уже ушел.

Высокие административные и транзакционные издержки активных фондов. Допустим, что рыночный индекс растет на 12% в год. Если активно управляемый фонд зарабатывает те же 12%, то при полных управленческих расходах 2% инвестор будет получать всего 10% в год. За промежуток времени 40 лет (средний период трудоспособности человека) 10 000 долларов в индексном фонде, где административные расходы близки к нулю превратятся в 1 миллион, а в активно управляемом фонде с доходностью 10% всего лишь в 0,5 миллиона.

Недавние исследования компании Fitzgovia показали, что административные расходы индексных фондов колеблются от 0,2% до 0,4%, тогда как в активно управляемых фондах они в 10 раз больше (в среднем 2%). Кроме того, транзакционные издержки активных фондов также значительно выше чем у индексных и достигают 0,5% - 1,14% в год от стоимости активов.

Конечно, менеджеры активных фондов будут утверждать, что, даже с учетом управленческих и транзакционных издержек их фонды обгоняют рынок. Но давайте обратимся к статистике. Сразу скажу, на промежутках времени в 40 лет такого не случалось никогда. Виною тому универсальный закон финансового рынка – Принцип Возврата к Среднему.

6 Принцип Возврата к среднему

Это своеобразный закон гравитации финансового рынка. На практике он означает, что доходность всех выдающихся фондов рано или поздно возвращается к среднерыночной. Принцип Возврата к Среднему – важнейший фактор, влияющий на долгосрочные доходы инвестиционных фондов.

"Звездами" в мире инвестиционного бизнеса считаются инвестиционные управляющие, которые обгоняют рынок на 3% и более на протяжении 5 - 10 лет. На протяжении одного года рынок обгоняет каждый второй из них, но с учетом управленческих и транзакционных расходов рынок обгоняет уже только каждый четвертый. Если взять двухлетний период, то их число уменьшится до одного из десяти. С каждым дополнительным годом число фондов, обгоняющих рынок неуклонно уменьшается.

Популярнейший фонд *Fidelity Magellan Fund* под управлением Питера Линча без сомнения был "звездой" в 80-е и в начале 90-х. Но затем, как и все остальные, скатился к совершенно посредственным результатам. См. Рис. 2.

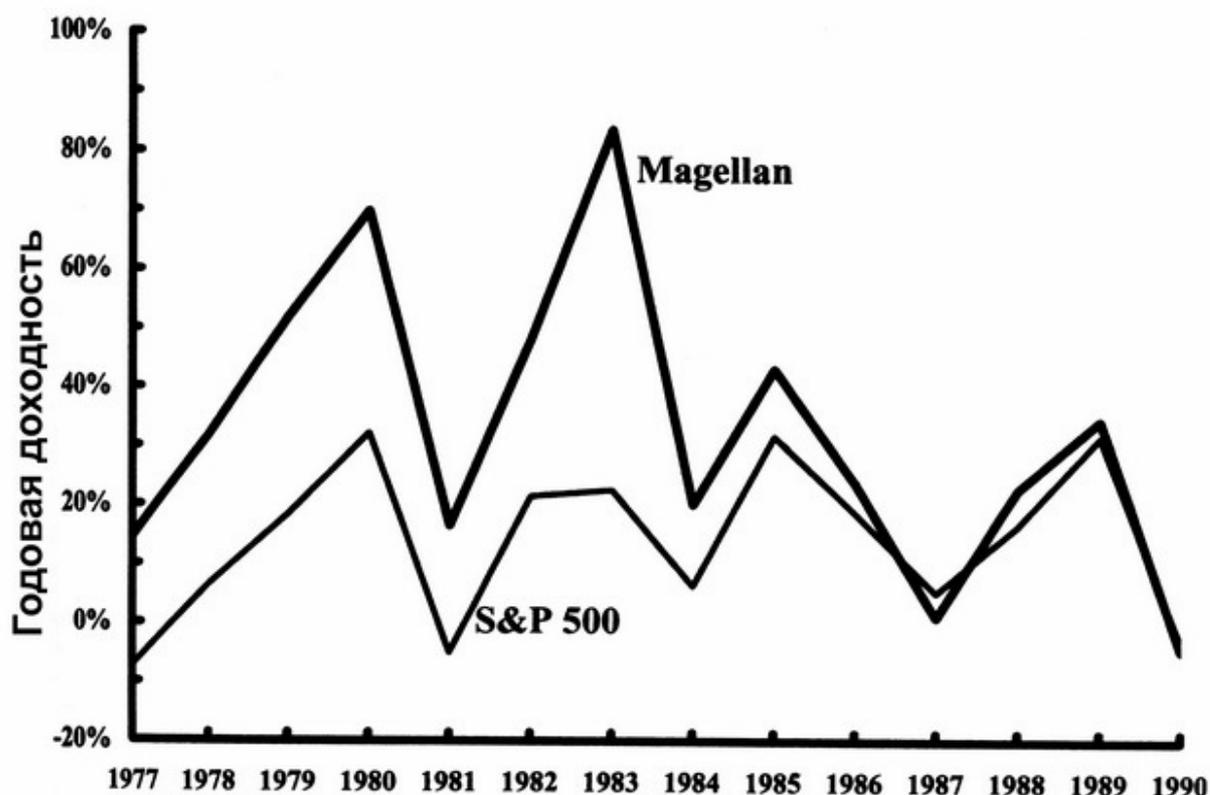


Рис. 2. Доходность "легендарного" фонда *Fidelity Magellan*.

Давайте рассмотрим еще один козырь защитников активных фондов - Уоррен Баффет и его компания *Berkshire Hathaway*. Действительно, в среднем на протяжении почти 30 лет он получал доход около 23%, тогда как S&P 500 рос на 11,8%. Но за последние 8 лет ему удалось обогнать рынок всего на 3%. Кроме того, он никогда не был пассивным инвестором. Если он приобретает акции, какой-либо компании, то начинает активно участвовать в ее управлении. Не удивительно, что с его огромным опытом и авторитетом эти компании начинают работать лучше и их акции растут.

Важная особенность принципа возврата к среднему состоит в том, что он не работает в отношении фондов с низкими показателями. То есть, если фонд в прошлом давал плохие результаты, то скорее всего он так и будет плестись в хвосте. Причина такого их поведения в том, что постоянные высокие административные расходы не позволяют фонду выравнять свои результаты.

7 Выводы

Разумный инвестор должен согласиться с фактом, что со временем выбранный фонд (или фонды) независимо от результатов деятельности в прошлом неизбежно станет показывать средние результаты. Под «средними» в данном случае понимаются рыночные средние с учетом издержек, понесенных фондом, (Полные управленческие расходы и Транзакционные расходы). В мире активных фондов эти издержки очень высоки. Полные управленческие расходы в среднем равны 2% и продолжают расти. Транзакционные расходы активного фонда составляют от 0,5 до 1,0% в год. Таким образом, общие текущие расходы активного фонда превышают 2% в год. Поэтому, инвестиции в индексные фонды, особенно на значительных промежутках времени, более эффективны, чем инвестиции в активные фонды

Людам, у которых уже есть основной бизнес, я не советовал бы заниматься активной торговлей. Если вы все же хотите рискнуть, выделите для игры небольшую часть капитала, такую, о потере которой вы не станете потом сожалеть. Серьезные деньги разумно вкладывать в портфель с низкими транзакционными расходами и широкой диверсификацией — во всяком случае, если вы не профессионал высокого класса, готовый посвятить рынку все время и силы. Некоторую часть капитала стоит инвестировать в индексы — индексы стран, отраслей экономики или любые

другие. Количество выделенных на подобные акции средств будет зависеть от ваших задач и степени риска, которую вы как инвестор в состоянии себе позволить.

Торгуемые на бирже индексные акции - это наиболее эффективные ценные бумаги с самыми низкими транзакционными расходами. Сделать хорошо диверсифицированные инвестиции в американский рынок можно с помощью индексов *DIA*, *SPY* или *MidCap SPY*. Вложиться в отдельные отрасли экономики вы сможете, став обладателем секторных SPDR и QQQ. Инвестиции в иностранные рынки хорошо делать с помощью WEBS.

Индексные фонды в индивидуальном портфеле желательно дополнить хедж фондами, поведение которых не коррелирует с поведением фондов акций и облигаций. Они ставят перед собой качественно иную задачу: Не переиграть рынок, а получать доход независимо от состояния и направления движения рынка. Построенный таким образом индивидуальный инвестиционный портфель будет иметь гораздо лучшее соотношение доходности и риска, чем портфель, состоящий только из традиционных активов.

Предпочтя опыт призрачным надеждам, вы сэкономите время, деньги и силы. Посвятите их совершенствованию в своей специальности - заработать деньги и получить удовлетворение человеку проще, трудясь в знакомой области, а не блуждая среди неизвестных, трудноразрешимых проблем.

8 Литература

1. *Can Stock Market Forecasters Forecast?*, COWLES, Alfred 3rd, *Econometrica*, Volume 1, Issue 3 (Jul., 1933)
2. *A Random Walk Down Wall Street*, Burton G. Malkiel, W.W. Norton & Company; Rev&Updtd edition (January, 2004)
3. Barber, B.M. and Odean, T. (2000) "*Trading is hazardous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors*", *Journal of Finance*, 55, April.
4. *Can Mutual Fund "Stars" Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis*. Robert Kosowski, INSEAD; Allan Timmermann & Hal White, University of California, San Diego; Russ Wermers, Robert H Smith School of Business, University of Maryland.
5. *How to be an Index Investor*, (2000) Mark Isaacman, McGraw-Hill.