Вебинар
«Международная диверсификация для пассивного инвестора»

14 июня 2017 г.

© 2017 г., Сергей Спирин

Международная диверсификация

для пассивного инвестора

июнь 2017

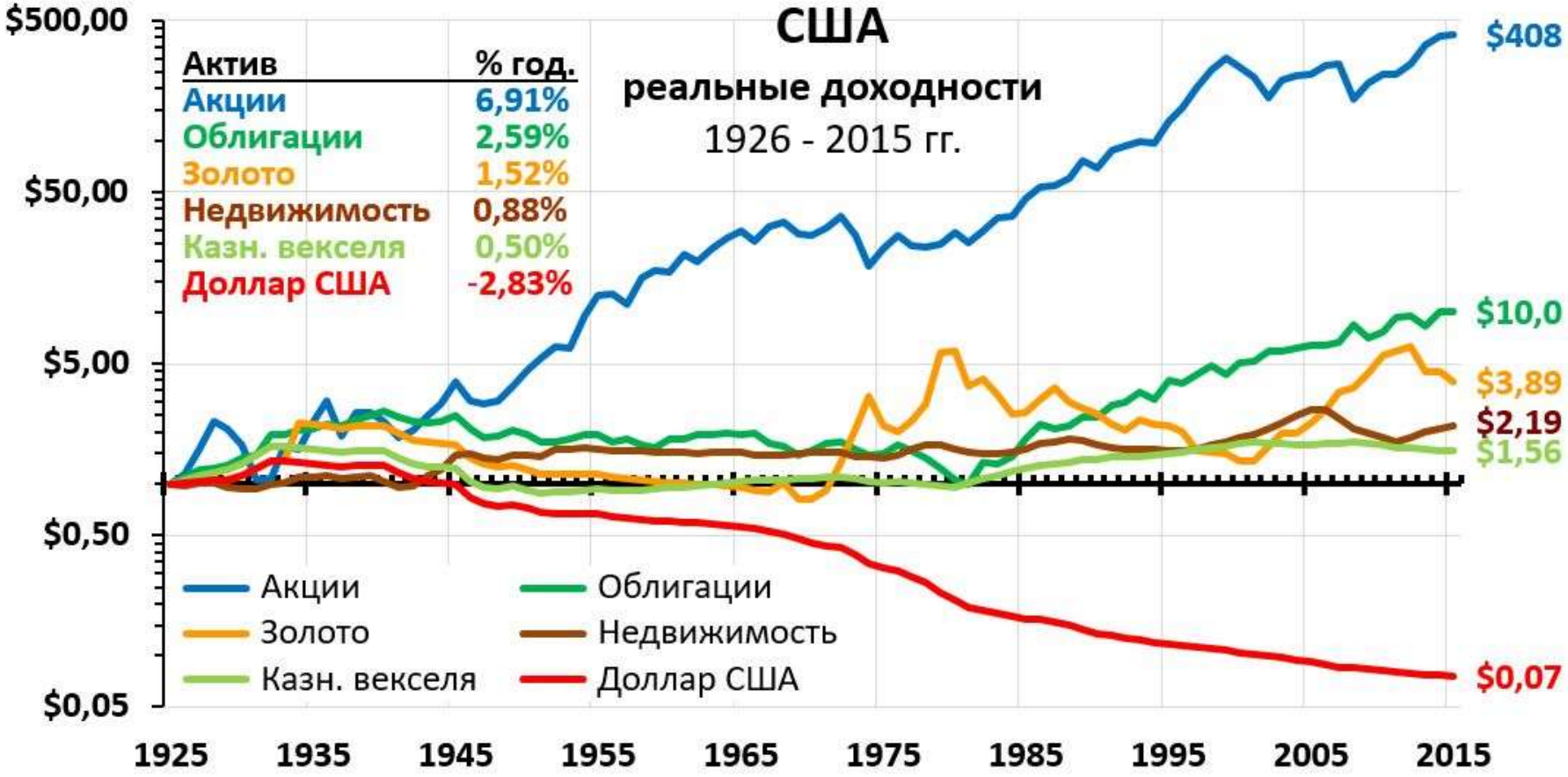
Правильная валютная диверсификация

ВАЖНО:

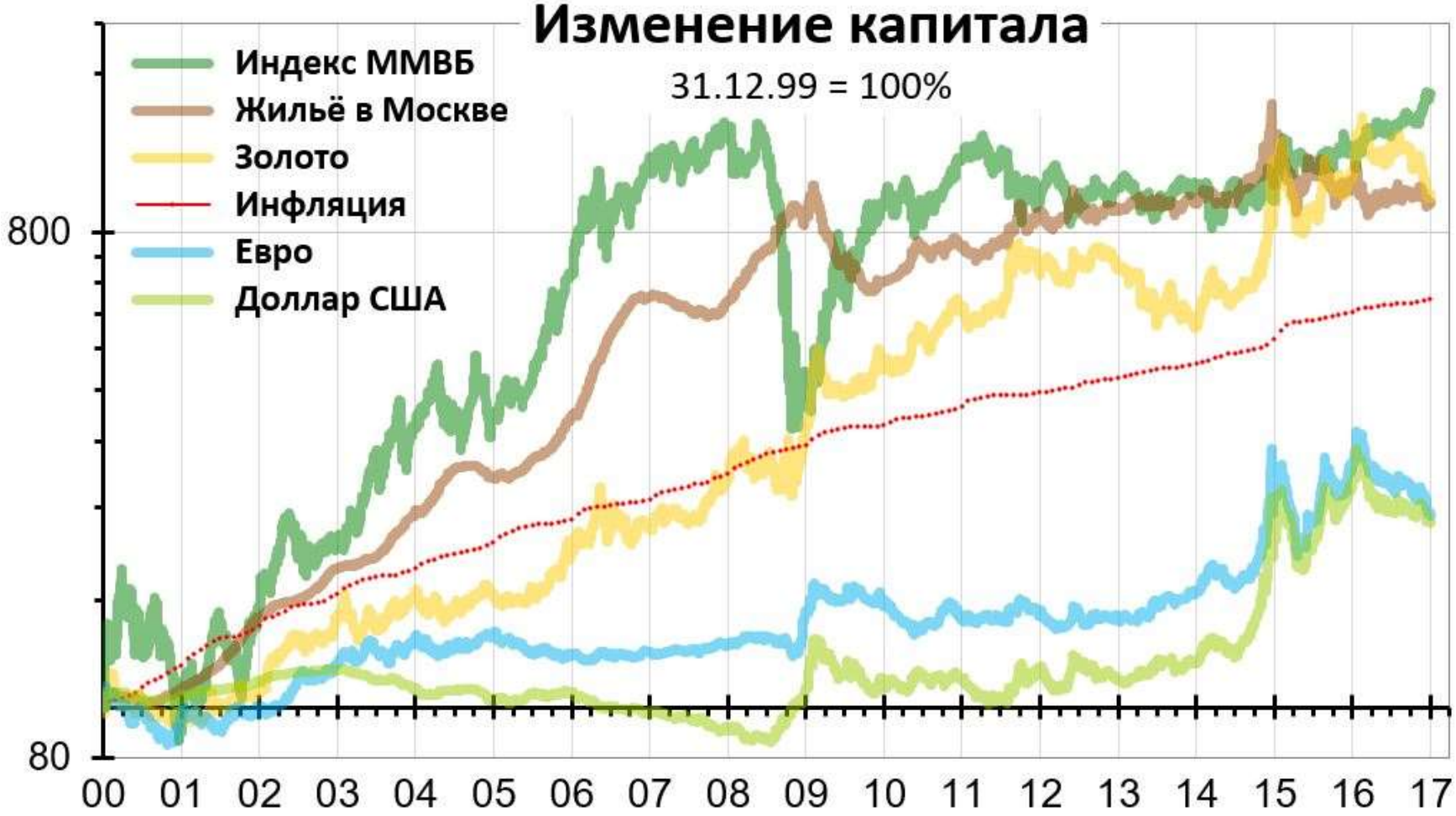
международная диверсификация – это НЕ покупка иностранной валюты!

1. Правильная международная диверсификация – это покупка **активов, приносящих доход**.
2. Важно рассматривать не столько валютную, сколько страновую диверсификацию

Важно: диверсификация - это НЕ покупка валюты!

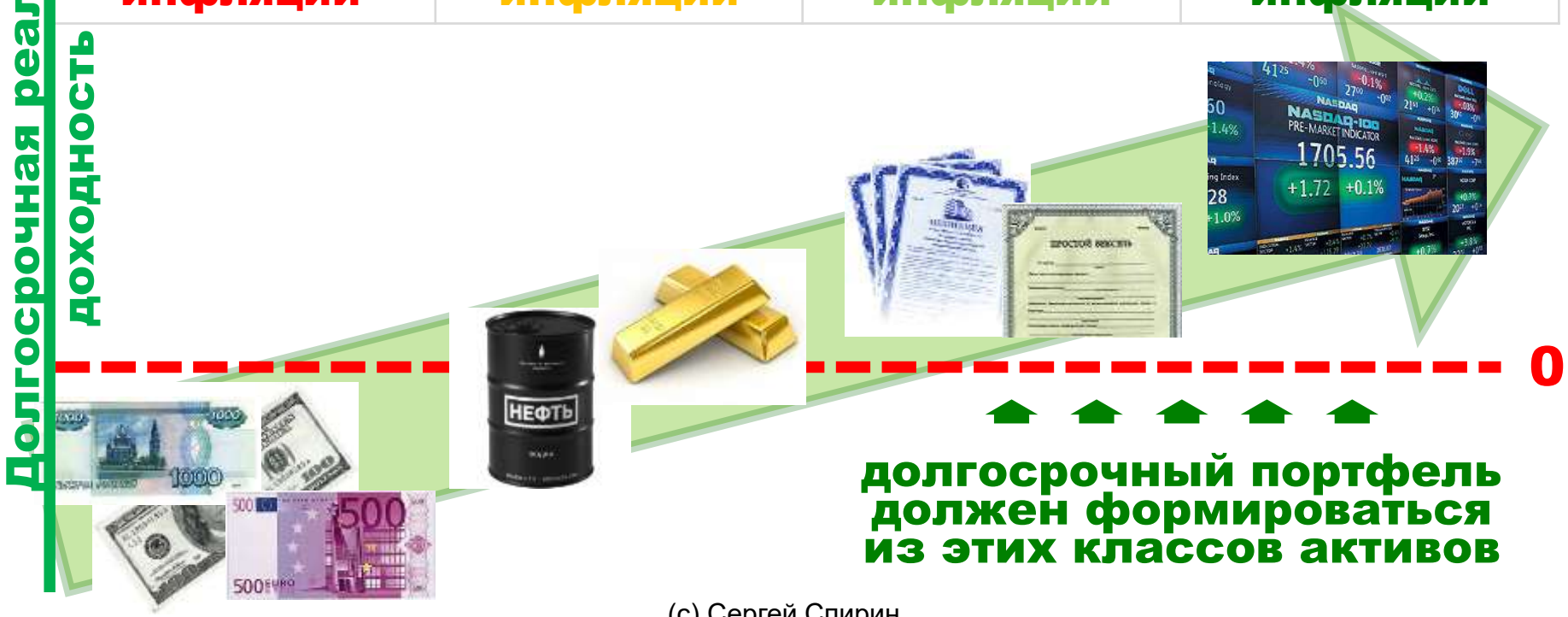


Важно: диверсификация - это НЕ покупка валюты!



Четыре группы активов

1. Деньги	2. Товарные активы	3. Долговые инвестиции	4. Долевые инвестиции
Рубли, доллары, евро, йены, тугрики…	Золото, медь, нефть, зерно, сахар…	Облигации, векселя, депозиты…	Акции, фонды акций, доли в бизнесе
Хуже инфляции	**На уровне инфляции**	**Слегка выше инфляции**	**Намного выше инфляции**



долгосрочный портфель должен формироваться из этих классов активов

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.

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 более высокой прибыли.”

Философия пассивных портфельных инвестиций

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

А. Можно ли стабильно правильно выбирать момент покупки активов?	☑ **Да**	☒ **Нет**
☑ **Да**	**1. Начинающие инвесторы, «чайники»**	**2. Биржевые спекулянты - трейдеры** Технический анализ
☒ **Нет**	**3. Активные инвесторы** Стоимостной анализ	**4. Пассивные портфельные инвесторы** Asset Allocation

Примеры портфелей

Бенджамин Грэм

«Портфель пассивного инвестора»

50% Обыкновенные акции

50% Высококачественные облигации

Возможно изменение пропорции до 25% : 75% в каждую сторону в зависимости от ситуации на рынках.

Если уровень цен на фондовом рынке становится высоким, инвестор может снизить долю акций (до 25%) и увеличить долю облигаций (до 75%), если уровень цен становится низким, инвестор вправе увеличить долю акций (до 75%) и уменьшить долю облигаций (до 25%).

Пассивный инвестор

1. Не пытается обыграть рынок
   - его цель - не проиграть рынку
2. Не выбирает отдельные бумаги для инвестирования
   - формирует портфель из классов активов
3. Не выбирает время для покупки и продажи
   - покупает - когда есть деньги; продает - когда нужны деньги
4. Не использует кредитные ресурсы, не открывает короткие позиции
5. Имеет долгосрочный горизонт инвестирования, проводит операции редко (не чаще нескольких раз в год), вообще не наблюдает за рынками

Опасности инвестиционного патриотизма

Статистика показывает, что большинство инвесторов стремится вкладывать средства в национальные рынки:

- **США:**
  - **43%** в общемировом фондовом рынке
  - **70%** в портфелях местных инвесторов
- **Великобритания:**
  - **8%** в общемировом фондовом рынке
  - **50%** в портфелях местных инвесторов
- **Канада:**
  - **5%** в общемировом фондовом рынке
  - **65%** в портфелях местных инвесторов
- **Франция:**
  - **3%** в общемировом фондовом рынке
  - **97%** в портфелях местных инвесторов

Объемы капитализации фондовых рынков стран

Bank of America Merrill Lynch, 2015

marketwatch.com/story/heres-the-map-of-the-world-if-size-was-determined-by-market-cap-2015-08-12

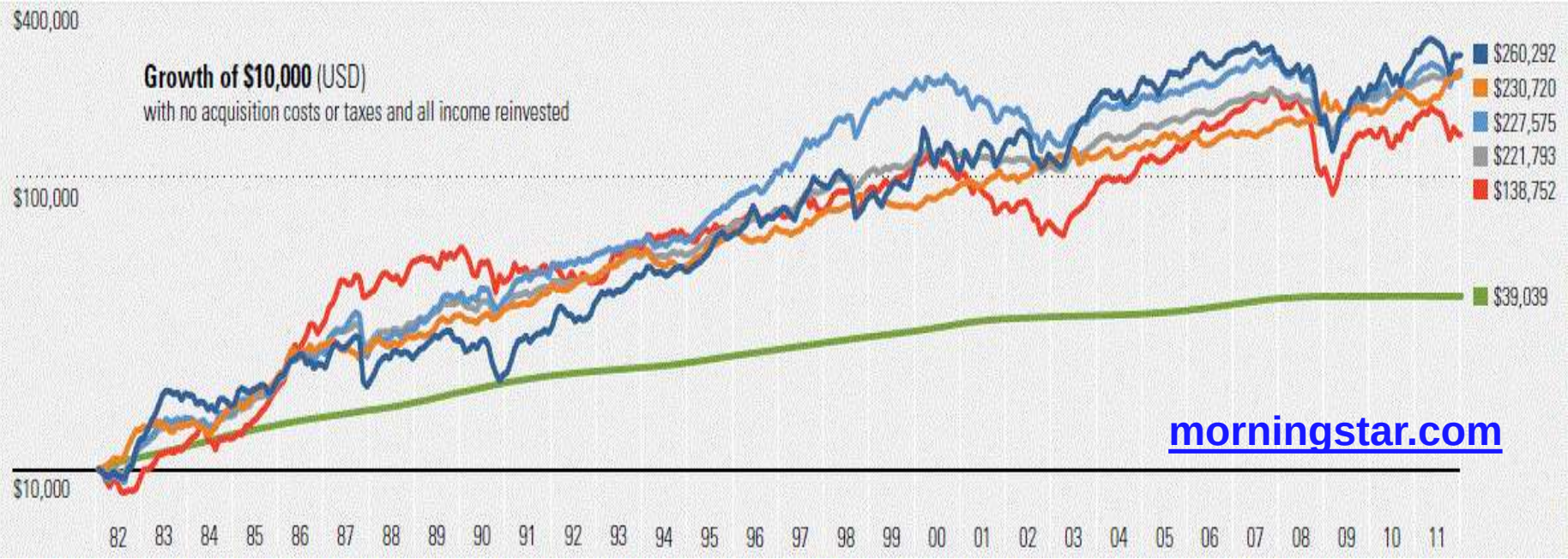
Source: Mapping Worlds, Bloomberg

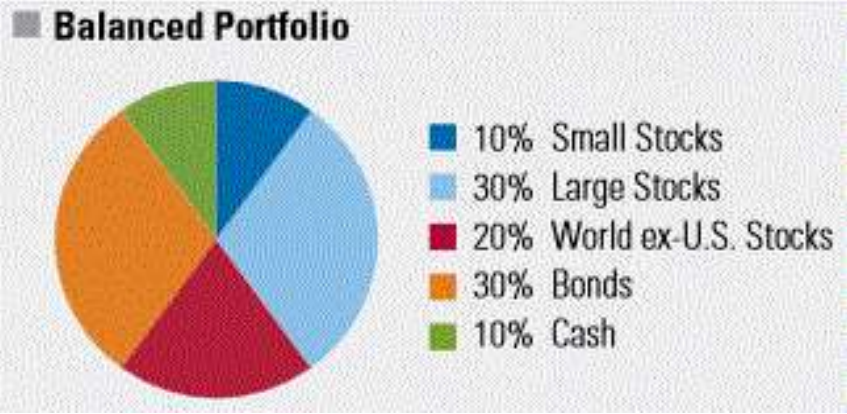
При этом…

Американские консультанты, как правило, рекомендуют инвесторам США держать от четверти до трети портфеля в зарубежных активах:

- Джереми Сигел, «Руководство по успешному инвестированию»
AssetAllocation.ru/stocks-for-the-long-run
- Уильям Бернстайн, «Если сможете»
AssetAllocation.ru/if-you-can
- Бертон Мэлкил, «Сколько инвестировать в развивающиеся страны»
AssetAllocation.ru/emerging-markets
- Крис Бригман, «Инвестирование в сравнении со спекуляциями»
AssetAllocation.ru/investing_vs_flipping
- Патрик О’Шонесси, «Опасности портфельного патриотизма»
AssetAllocation.ru/patriot
- …

США, 1982 – 2011, 30 лет

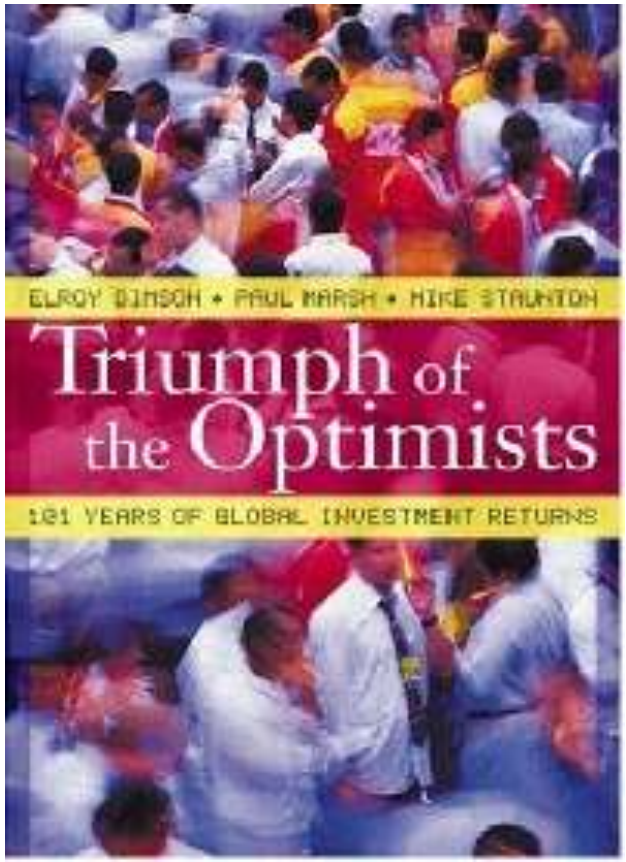




Акции малых компаний	11,5%
Государственные облигации	11,0%
Акции крупных компаний	11,0%
Сбалансированный портфель	10,9%
Акции компаний вне США	9,2%
Казначейские векселя	4,6%

Что почитать?

Элрой Димсон,
Пол Марш,
Майк Стонтон,
«Триумф оптимистов»



Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton,
TRIUMPH OF THE OPTIMISTS.
101 Years of Global Investment Returns

Перевод главы 4:
«История международного рынка капитала» -
AssetAllocation.ru/category/books_and_booklets/triumph_of_the_optimists

Global Investment Returns Yearbook

Credit Suisse Research Institute
credit-suisse.com/id/en/about-us/research/research-institute/publications.html

Опасности инвестиционного патриотизма

1. **Полное исчезновение рынка**
   - Россия - 1917,
   - Австро-Венгрия - 1918
   - Китай - 1949

2. **Войны и потрясения**
   - 1-я и 2-я Мировые войны,
   - Украина - 2014

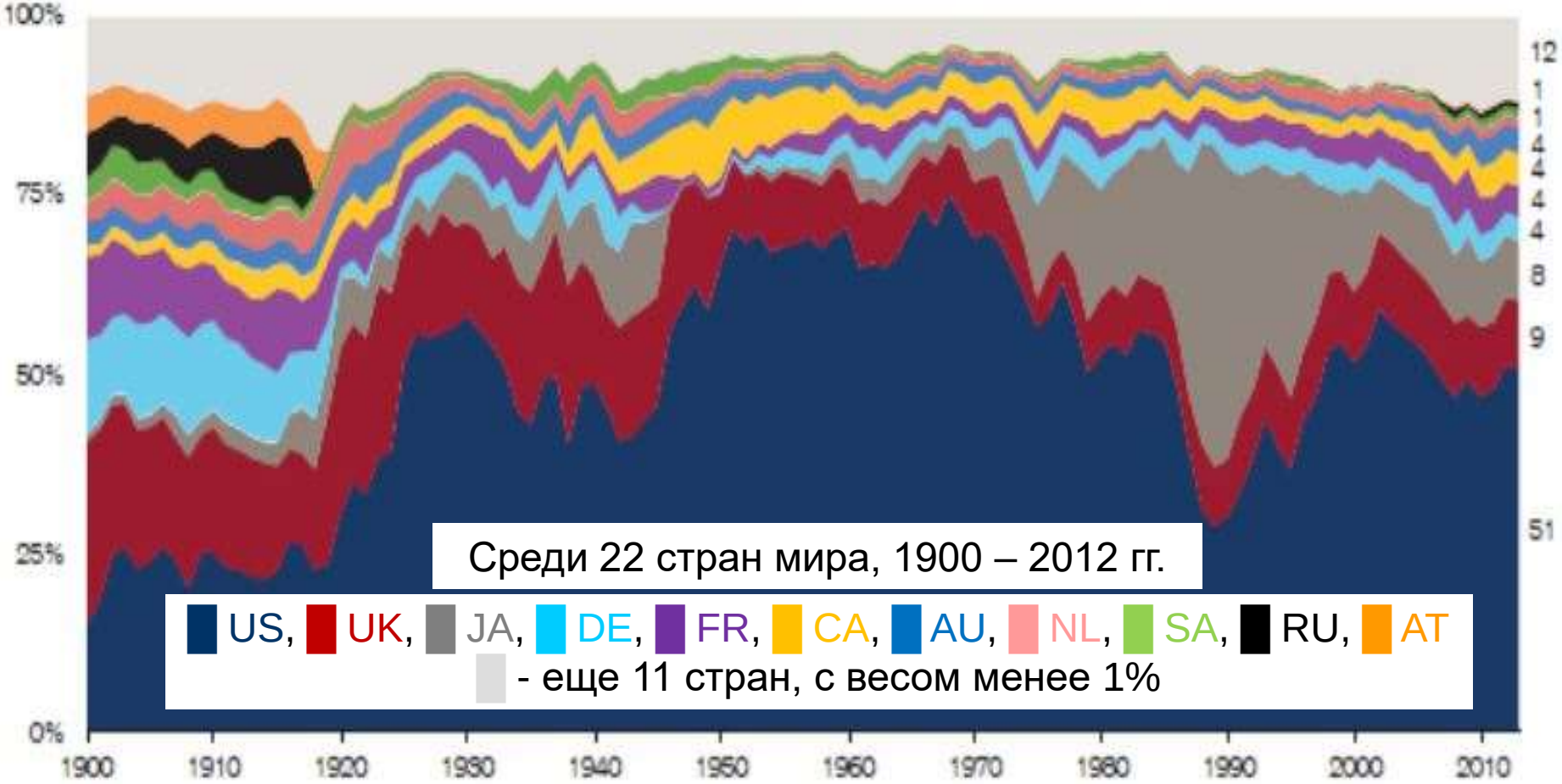
3. **Длительная просадка после «пузыря»**
   - Япония - 1990
   - США - 1929
   - США - 2000

Акции России vs. США 1865 - 1917 гг.

Global Investment Returns Yearbook - 2013

Доли стран в мировом рынке акций по капитализации

Global Investment Returns Yearbook - 2013

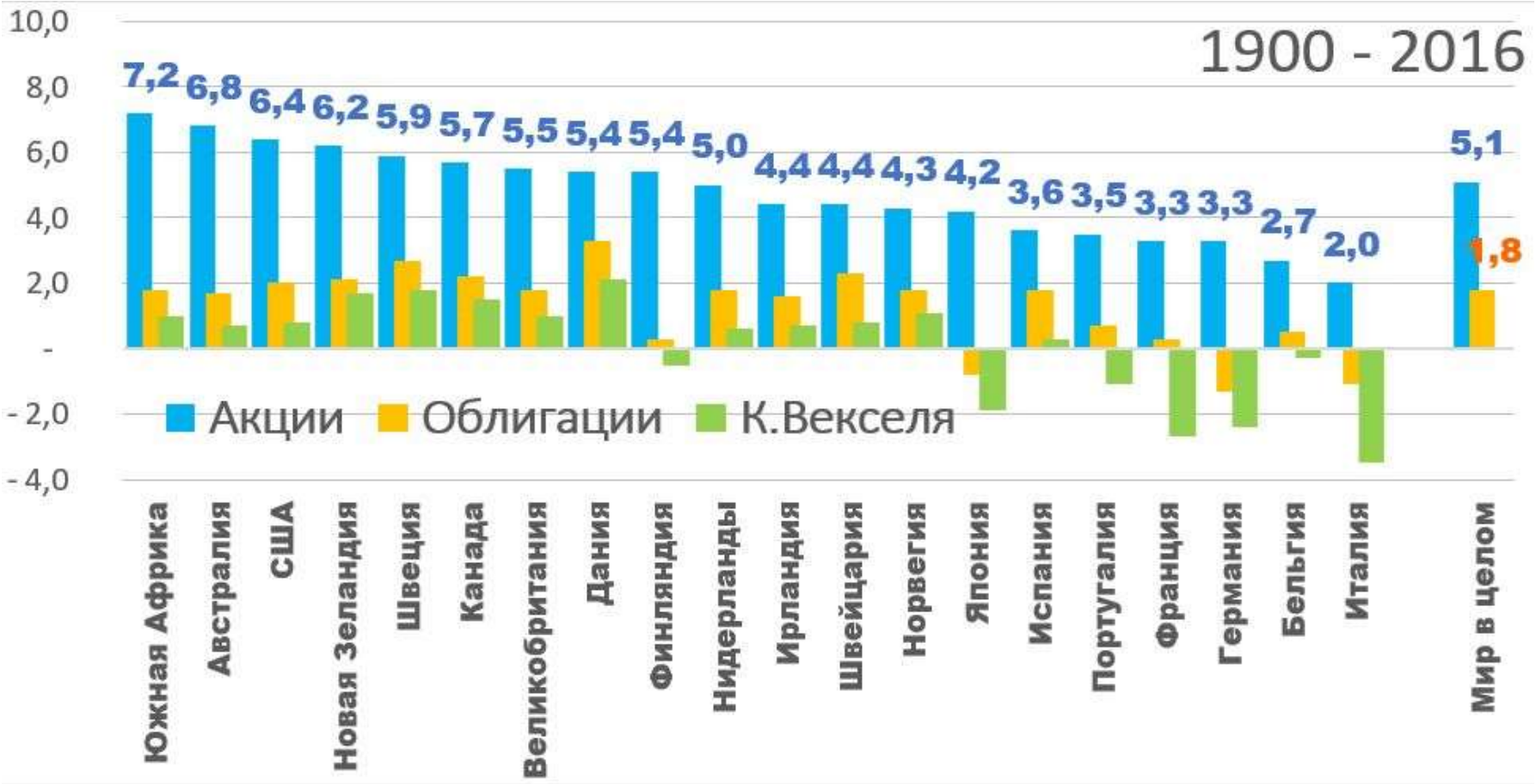


Учет «ошибки выжившего»

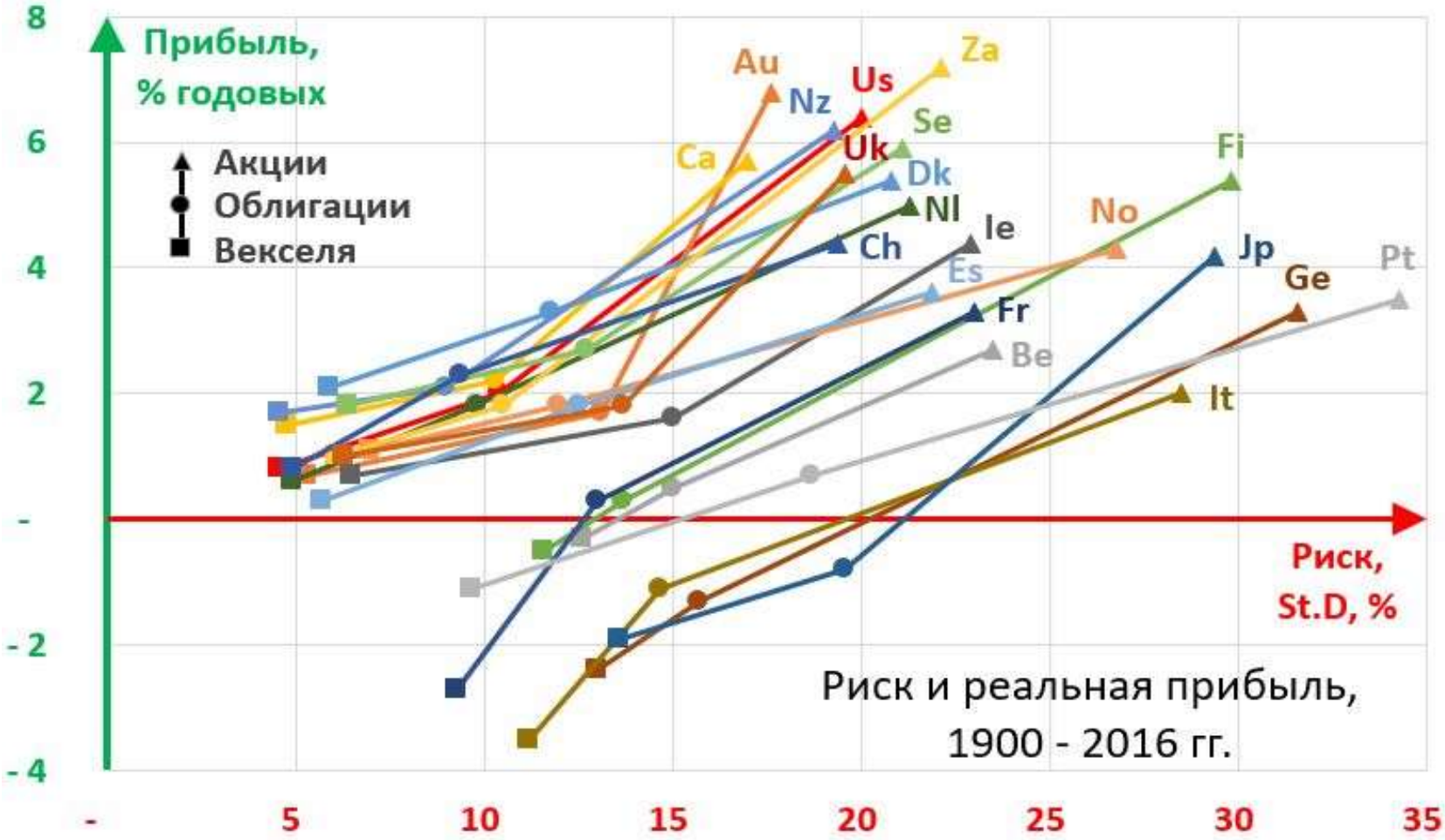
Global Investment Returns Yearbook - 2013

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

данные - Global Investor Returns Yearbook – 2017



Риск и реальная прибыль по странам мира, 1900 – 2016 гг.

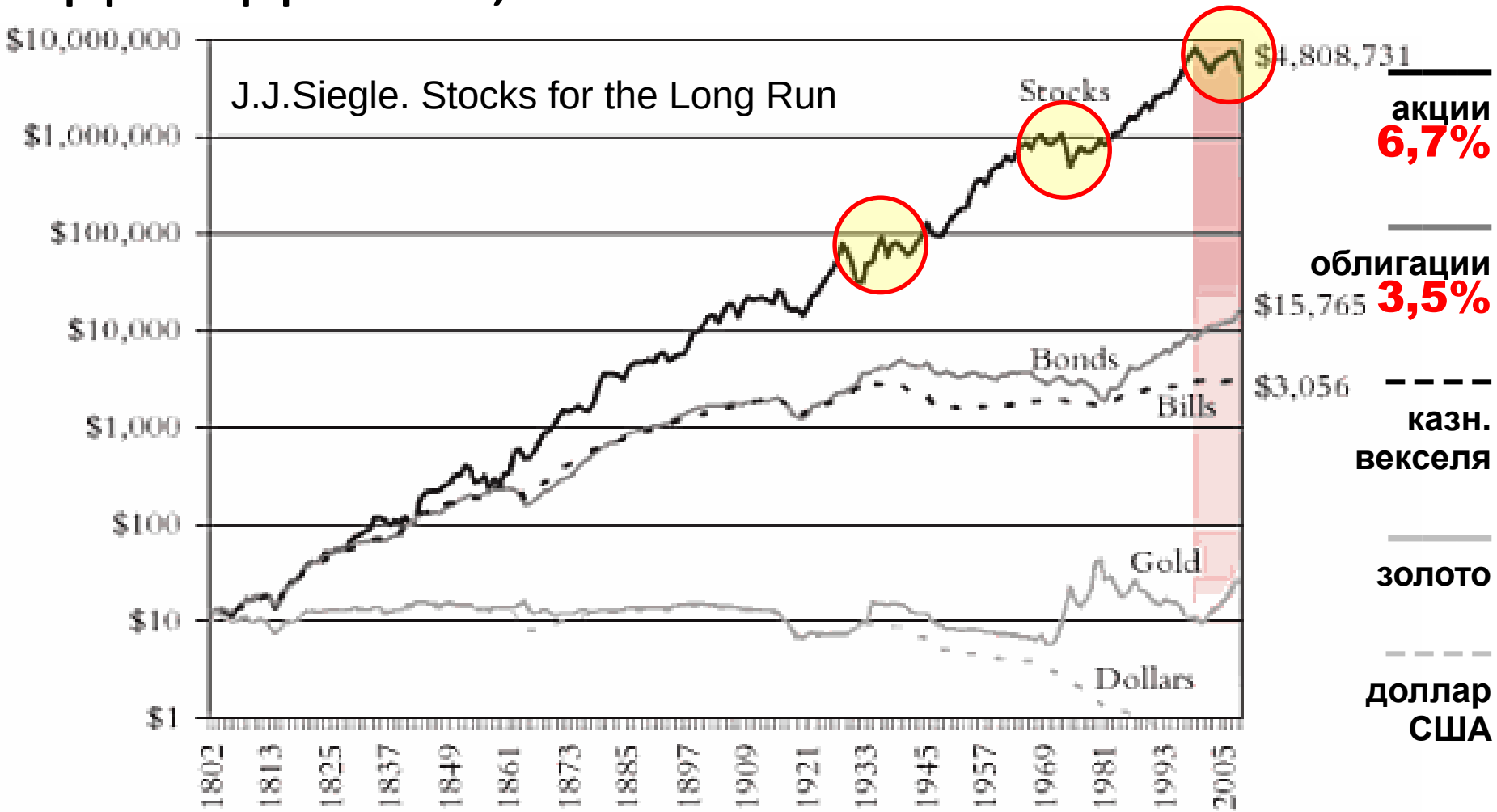


Реальные (с поправкой на инфляцию) доходности рынков

Рынки акций vs. инфляция

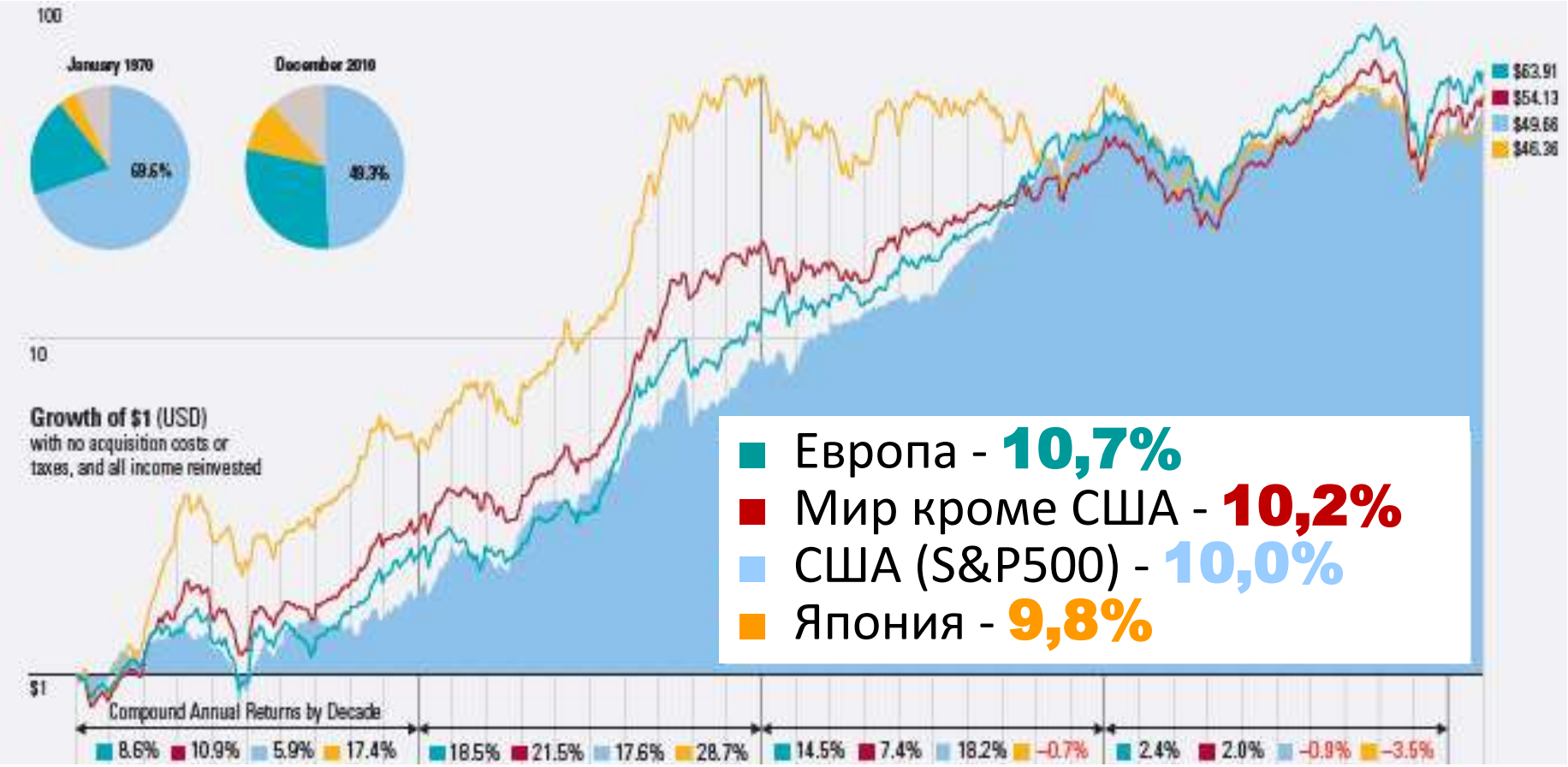
год	Россия			Казахстан			Украина		
	Индекс ММВБ	Инфляция	Реальный ММВБ	Индекс KASE	Инфляция	Реальный KASE	Индекс ПФТС	Инфляция	Реальный ПФТС
2001	64,6%	18,6%	38,8%	-2,3%	6,4%	-8,2%	-23,2%	6,1%	-27,6%
2002	34,2%	15,1%	16,6%	34,9%	6,6%	26,5%	34,4%	-0,6%	35,3%
2003	61,4%	12,0%	44,1%	1,6%	6,8%	-4,9%	49,0%	8,2%	37,7%
2004	7,3%	11,7%	-4,0%	49,8%	6,7%	40,4%	204,5%	12,3%	171,1%
2005	83,1%	10,9%	65,1%	203,0%	7,5%	181,8%	35,7%	10,3%	23,0%
2006	67,5%	9,0%	53,7%	274,1%	8,4%	245,1%	41,3%	11,6%	26,6%
2007	11,5%	11,9%	-0,3%	9,1%	18,8%	-8,2%	135,3%	16,6%	101,8%
2008	-67,2%	13,3%	-71,1%	-66,6%	9,5%	-69,5%	-74,3%	22,3%	-79,0%
2009	121,1%	8,8%	103,3%	101,0%	6,2%	8,2%	90,1%	12,3%	69,3%
2010	23,2%	8,8%	13,2%	-2,8%	7,8%	-9,9%	70,2%	9,1%	56,0%
2011	-16,9%	6,1%	-21,7%	-35,7%	7,4%	-40,1%	-45,2%	4,6%	-47,6%
2012	5,2%	6,6%	-1,3%	-12,3%	6,0%	-17,3%	-38,5%	-0,2%	-38,4%
2013	2,0%	6,5%	-4,2%	-5,3%	4,8%	-9,7%	-8,6%	0,5%	-9,0%
2014	-7,1%	11,4%	-16,6%	2,6%	7,4%	-4,5%	28,7%	24,9%	3,1%
2015	26,1%	12,9%	11,7%	-8,8%	13,5%	-19,7%	-37,8%	43,3%	-56,6%
2016	26,8%	5,4%	20,3%	+58,1%	8,5%	45,7%	10,2%	12,4%	-2,0%
рост за 16 лет, раз	в 15,5 раз	в 4,9 раз	в 3,1 раз	в 12,8 раз	в 3,5 раз	в 3,6 раз	в 4,8 раз	в 5,8 раз	в 0,8 раз
доходность % годовых	18,7%	10,5%	7,4%	17,3%	8,2%	8,3%	10,3%	11,6%	-1,2%

США, совокупная реальная доходность, 1802 - 2008



Япония и мировые индексы, 1970 - 2011 гг., 41 год

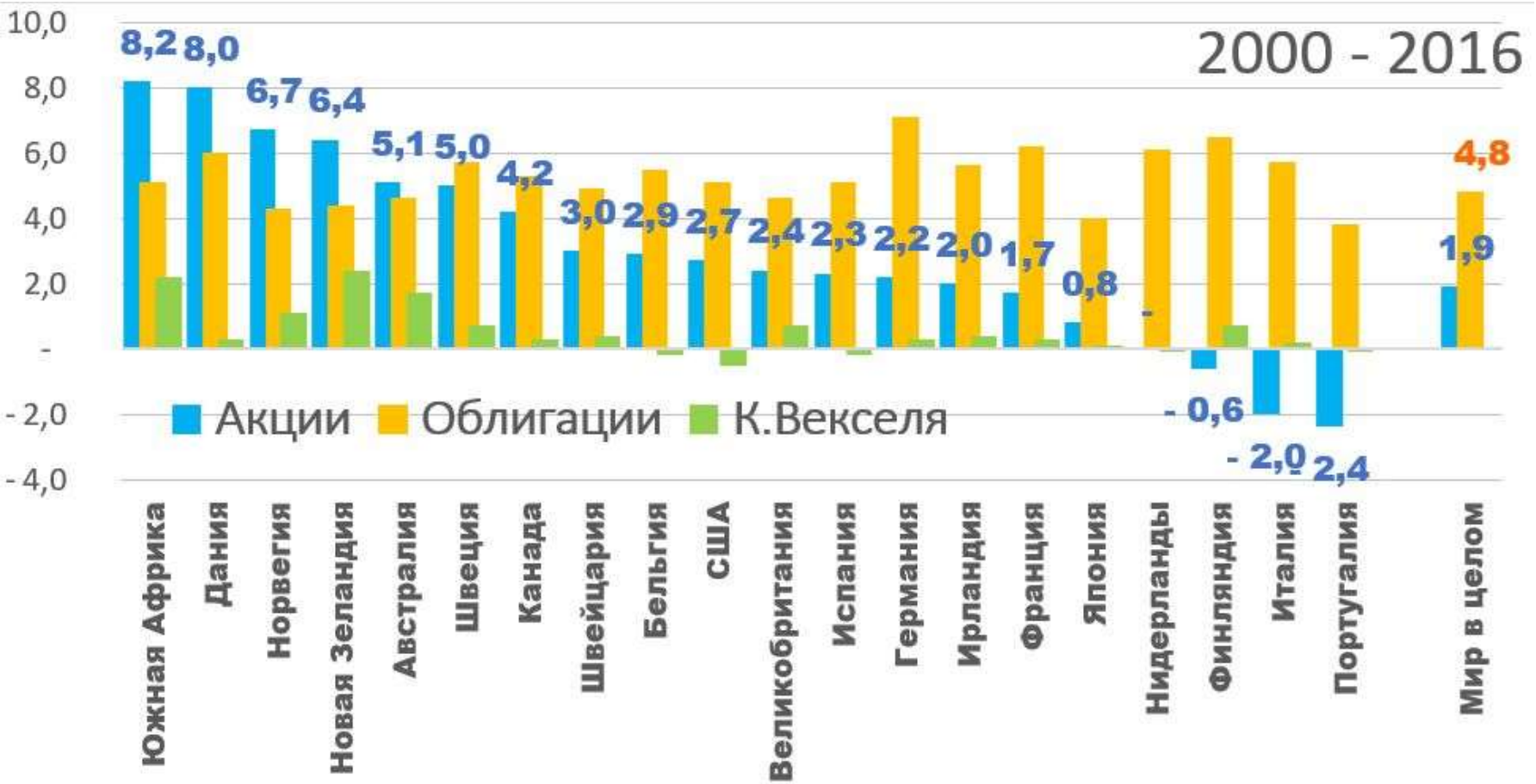
morningstar.com



1970 1980 1990 2000 2010

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

данные - Global Investor Returns Yearbook – 2017



Примеры портфелей

Бенджамин Грэм

«Портфель пассивного инвестора»

50% Обыкновенные акции

50% Высококачественные облигации

Возможно изменение пропорции до 25% : 75% в каждую сторону в зависимости от ситуации на рынках.

Если уровень цен на фондовом рынке становится высоким, инвестор может снизить долю акций (до 25%) и увеличить долю облигаций (до 75%), если уровень цен становится низким, инвестор вправе увеличить долю акций (до 75%) и уменьшить долю облигаций (до 25%).

Стоимостное инвестирование

«Инвестору необходима привычка сопоставлять цену того, что ему предлагают, со стоимостью того, что он на самом деле получает. В статье, опубликованной много лет назад в одном из журналов, мы советовали читателям покупать акции, как они покупают овощи, а не так, как они покупают духи».

Бенджамин Грэм,

«Разумный инвестор»

Коэффициент P/E

$$\frac{\textbf{Цена акции}}{\textbf{Прибыль на акцию}} \quad \text{или} \quad \frac{\textbf{Капитализация компании}}{\textbf{Прибыль компании}}$$

- Показывает количество лет, необходимое, чтобы окупить текущую цену акций при сохранении текущих прибылей предприятия.

- Предпочтительны компании/рынки с **меньшим P/E**, а также периоды рынка, когда текущий **P/E ниже среднего** значения.
- Среднее историческое значение P/E акций промышленных компаний США - ~15

P/E и ожидаемая доходность акций

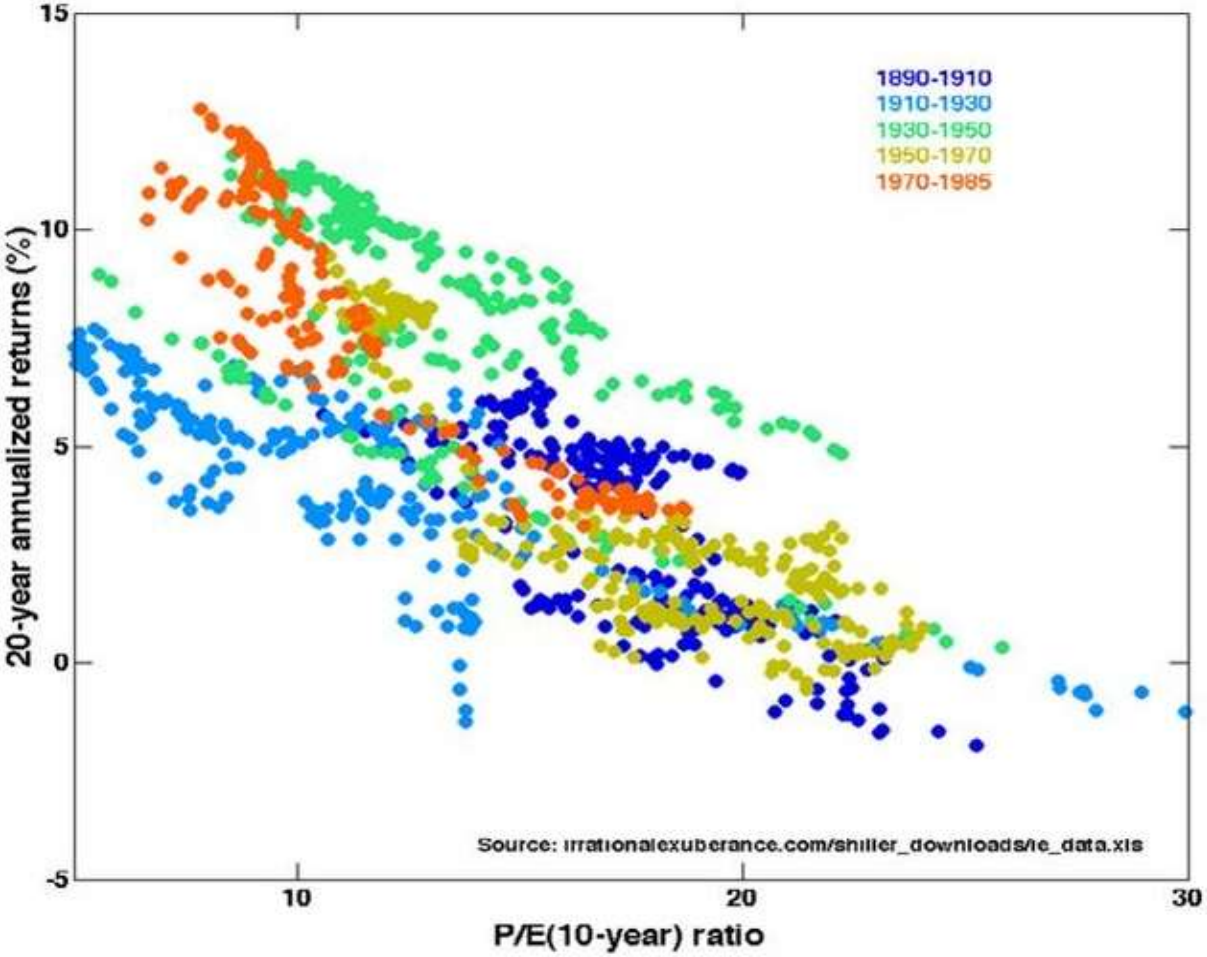
Обратная P/E величина – **ожидаемая доходность** (expected return) по акциям, при условии, что прибыль предприятия сохранится неизменной

P/E	Expected return
50	2,0%
25	4,0%
20	5,0%
15	6,7%
10	10,0%
5	20,0%
4	25,0%
2	50,0%

Expected return:

E/P = 1 / (P/E)

Взаимосвязь P/E с будущей среднегодовой доходностью



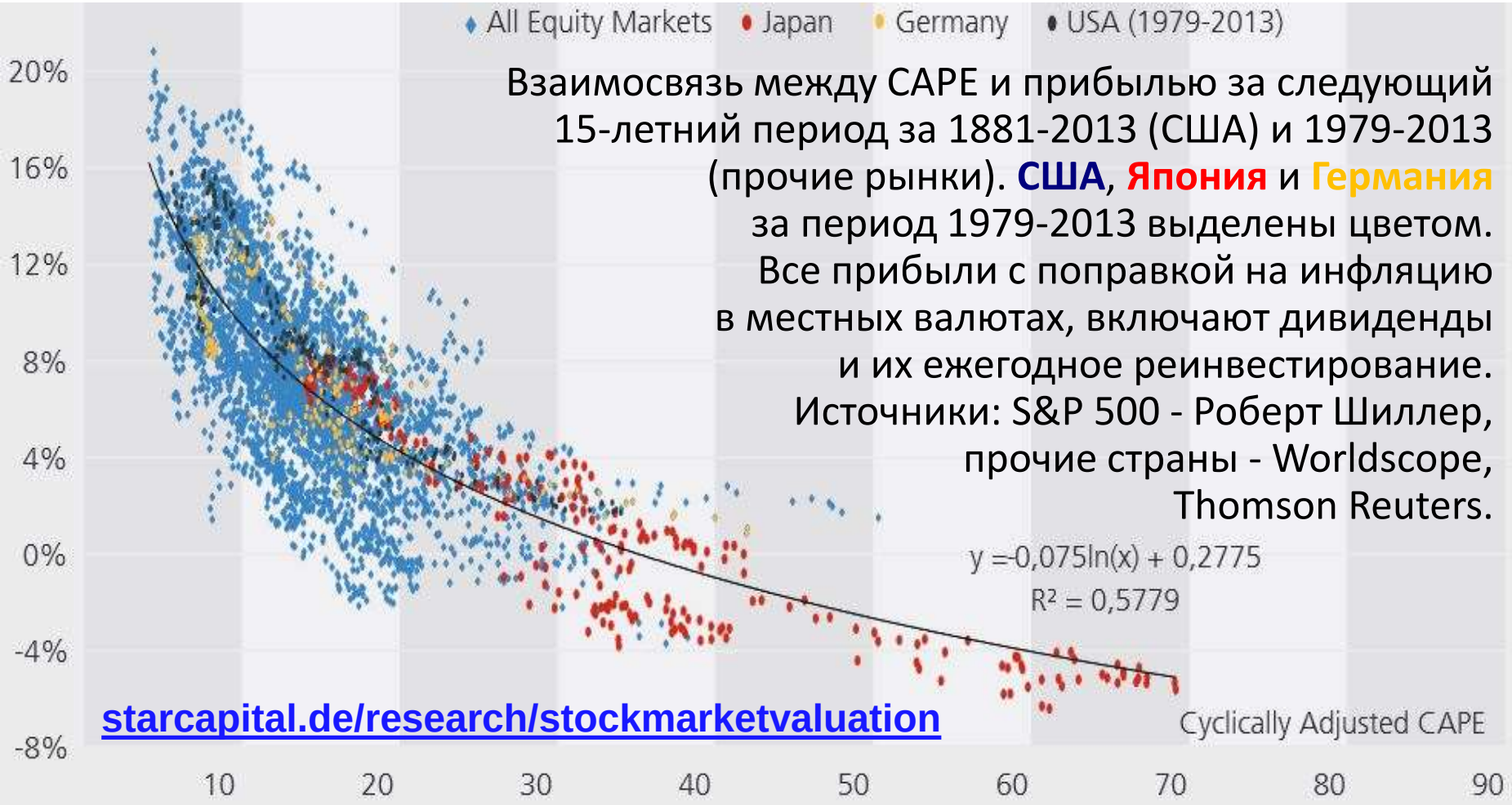
X – S&P 500 P/E ratio (за *предшествующий 10-летний* период), CAPE (Cyclically Adjusted P/E)

Y – среднегодовая доходность S&P 500 (с поправкой на инфляцию, за *следующий 20-летний* период).

Точки - результаты с интервалом в месяц.

Роберт Шиллер, «Иррациональный оптимизм»

CAPE и доходность за следующие 15 лет



Взаимосвязь между CAPE и прибылью за следующий 15-летний период за 1881-2013 (США) и 1979-2013 (прочие рынки). **США**, **Япония** и **Германия** за период 1979-2013 выделены цветом. Все прибыли с поправкой на инфляцию в местных валютах, включают дивиденды и их ежегодное реинвестирование. Источники: S&P 500 - Роберт Шиллер, прочие страны - Worldscope, Thomson Reuters.

starcapital.de/research/stockmarketvaluation

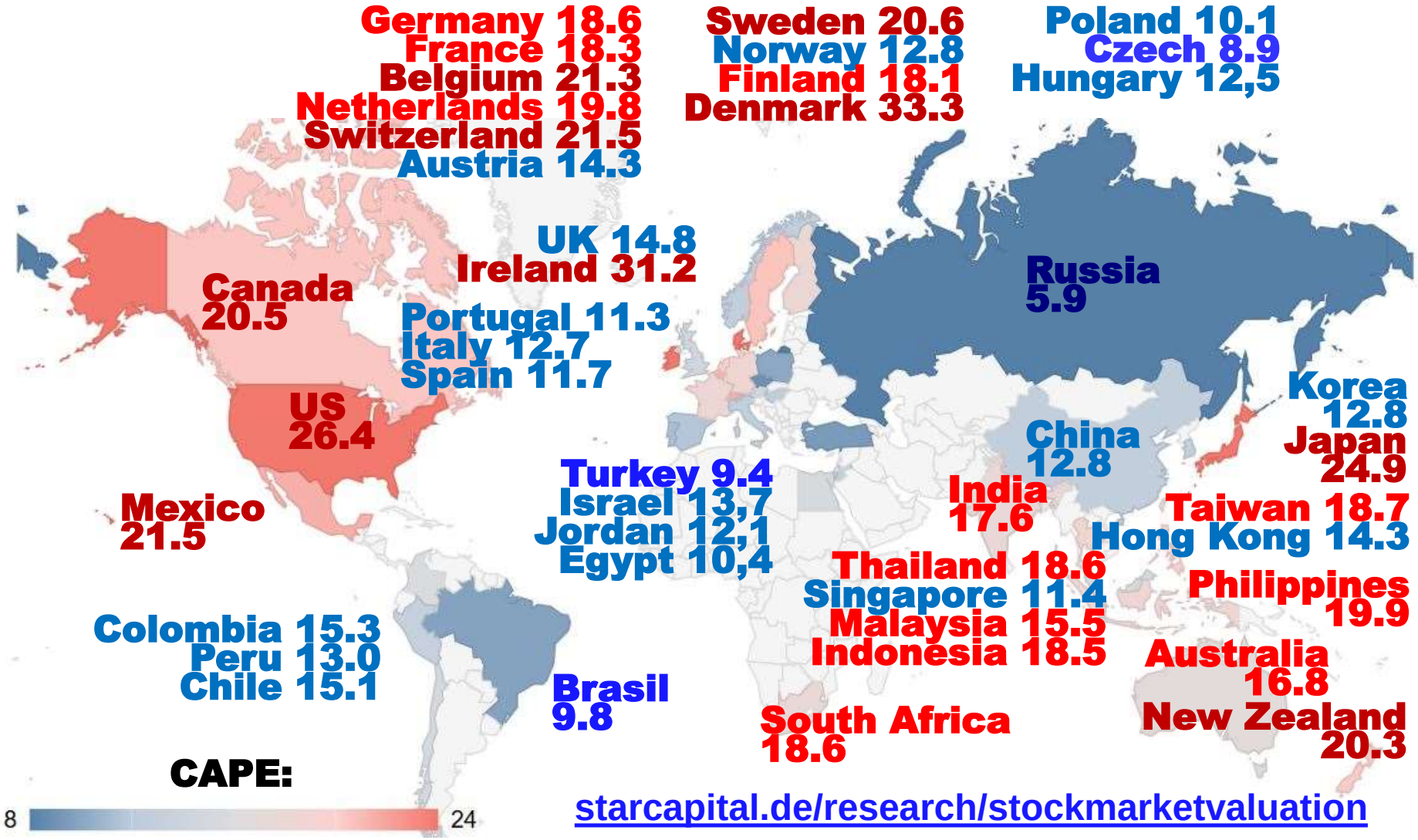
Shiller S&P500 P/E

Price earnings ratio is based on average inflation-adjusted earnings from the previous 10 years, known as the Cyclically Adjusted PE Ratio, Shiller PE, or PE_{10}

PE_{10} = 29,69 (12.06.2017)

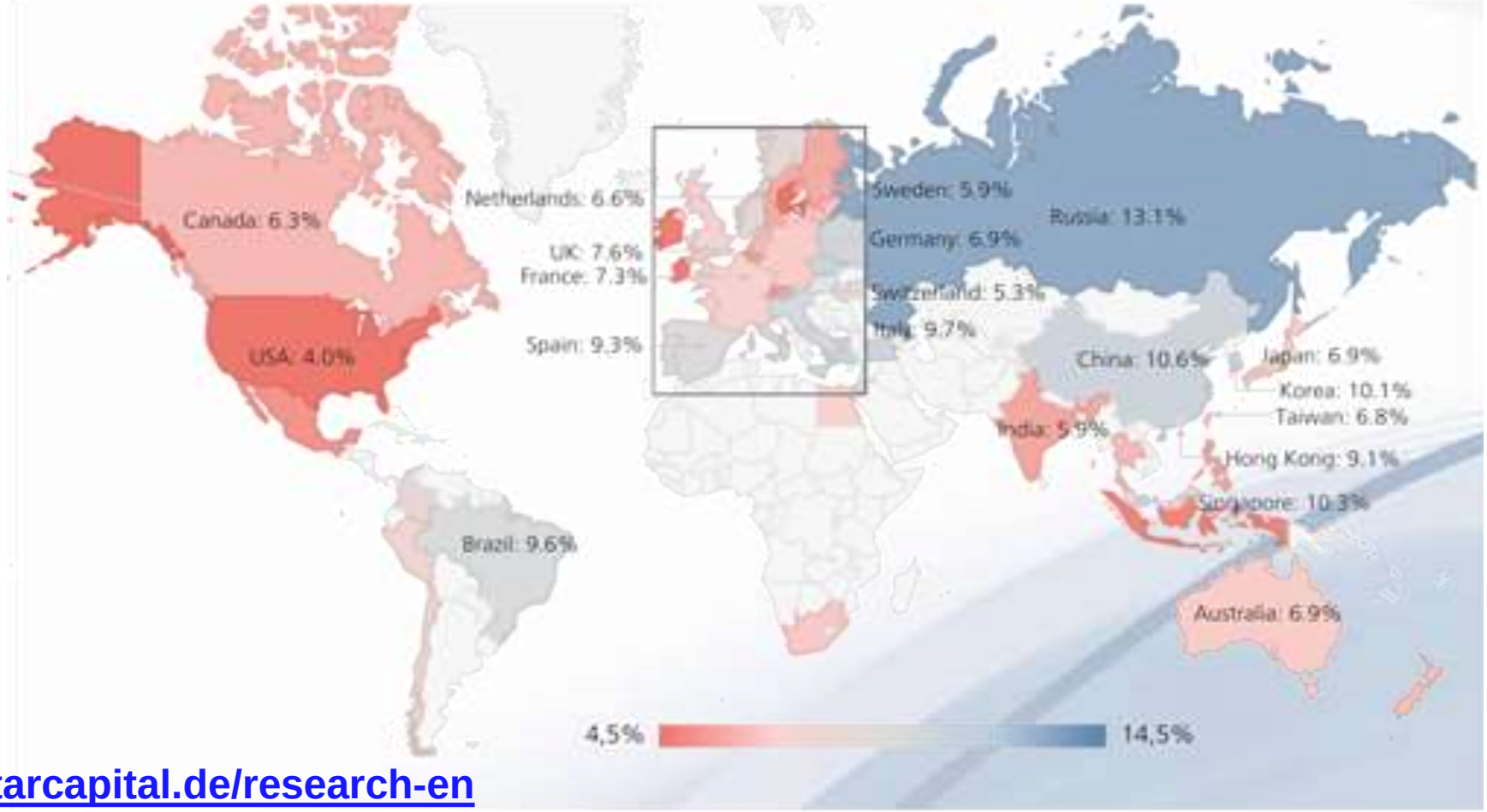
multpl.com/shiller-pe/

CAPE, 30.12.2016



starcapital.de/research/stockmarketvaluation

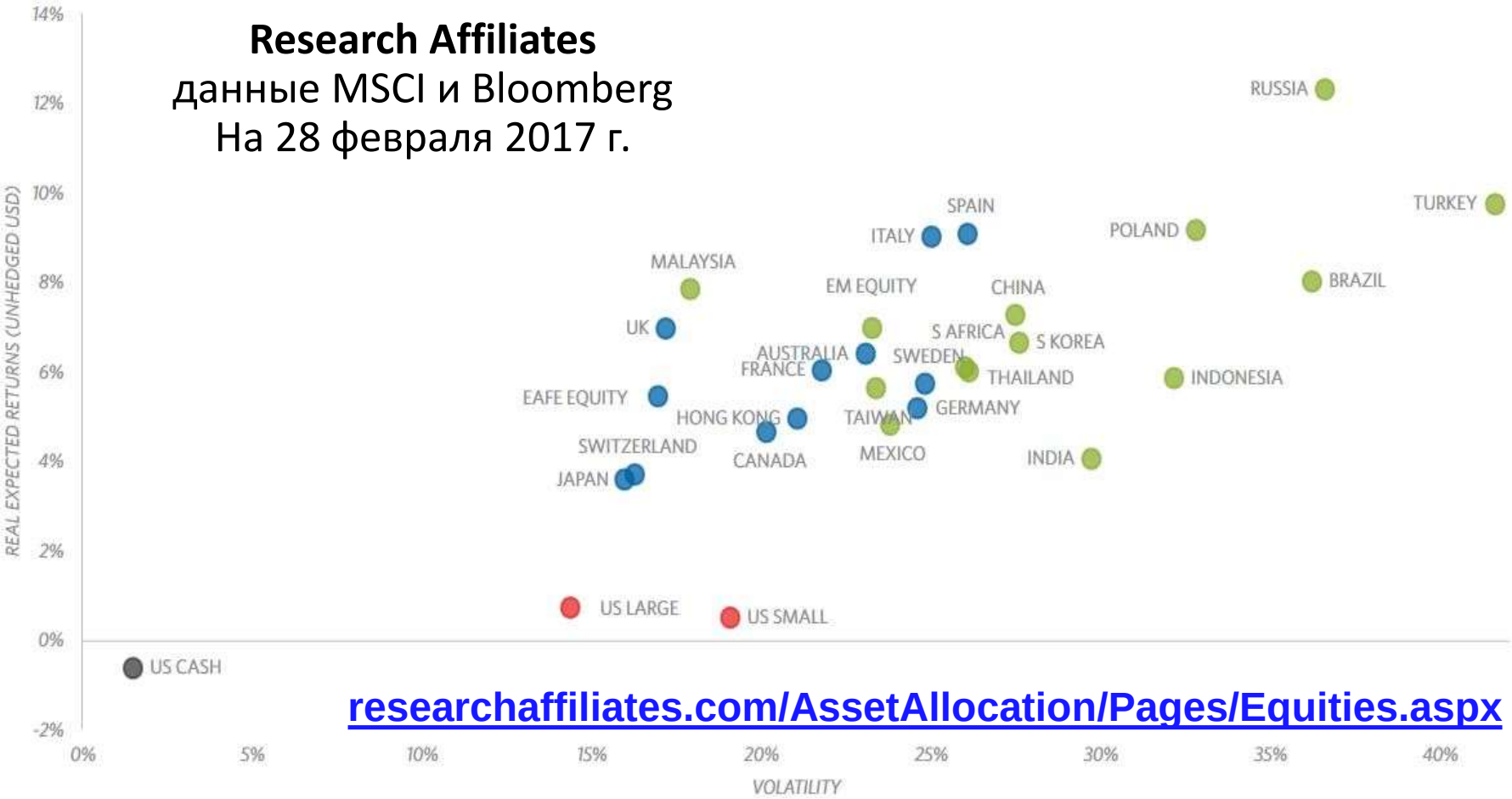
Долгосрочная ожидаемая реальная доходность, 30.12.2016



starcapital.de/research-en

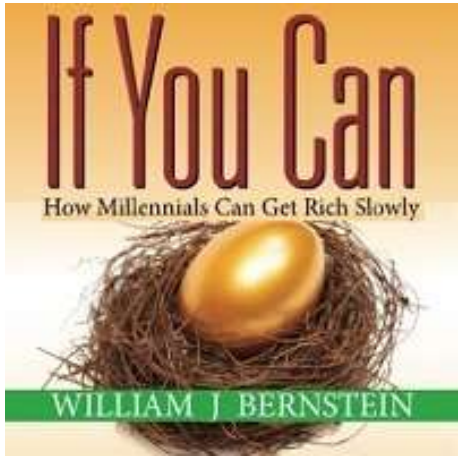
Реальная 10-летняя ожидаемая доходность

Research Affiliates
данные MSCI и Bloomberg
На 28 февраля 2017 г.



researchaffiliates.com/AssetAllocation/Pages/Equities.aspx

Не путайте экономику с фондовым рынком!



«Нет большего вреда для мелкого инвестора, чем путать здоровье экономики с доходностью акций. Людям свойственно думать, что когда в экономике все хорошо, будущие доходности акций будут высокими, и наоборот.

На самом деле, верно обратное: история рынка показывает, что во времена безоблачной экономики ожидаемые прибыли низкие, а когда экономика буксует, ожидаемые прибыли высоки; прописная истина рынка в том, что лучшая рыбалка возможна в шторм»

Уильям Бернстайн, **«Если сможете. Как поколение 2000-х может понемногу разбогатеть»**

AssetAllocation.ru/if-you-can/

Корреляции рынков акций по регионам, 1990 – 2009 гг.

Morningstar	Asia	Pacific	Europe	U.K.	Japan	Canada	U.S.
Asia Азиатский регион	1,00						
Pacific Тихоокеанский регион	0,92	1,00					
Europe Европа	0,64	0,70	1,00				
U.K. Великобритания	0,58	0,68	0,82	1,00			
Japan Япония	0,46	0,48	0,50	0,51	1,00		
Canada Канада	0,68	0,75	0,70	0,65	0,45	1,00	
U.S. США	0,63	0,67	0,77	0,74	0,42	0,76	1,00

Долгосрочные корреляции между рынками 16 стран, 101 год

	Wld	US	UK	Swi	Swe	Spa	SAf	Neth	Jap	Ita	Ire	Ger	Fra	Den	Can	Bel	Aus	
Wld		.93	.77	.59	.62	.67	.54	.73	.68	.52	.69	.69	.73	.57	.82	.54	.69	Весь мир
US	.85		.67	.44	.46	.53	.46	.57	.49	.40	.66	.56	.56	.46	.78	.45	.57	США
UK	.70	.55		.58	.44	.63	.31	.71	.42	.39	.73	.58	.59	.57	.57	.59	.56	Великобритания
Swi	.68	.50	.62		.39	.60	.19	.72	.36	.45	.57	.53	.64	.58	.35	.63	.37	Швейцария
Swe	.62	.44	.42	.54		.63	.38	.63	.34	.49	.27	.76	.76	.44	.61	.29	.44	Швеция
Spa	.41	.25	.25	.36	.37		.35	.63	.32	.64	.50	.64	.75	.56	.51	.55	.54	Испания
SAf	.55	.43	.49	.39	.34	.26		.30	.44	.24	.31	.42	.37	.25	.62	.10	.66	ЮАР
Neth	.57	.39	.42	.51	.43	.28	.29		.39	.59	.63	.74	.77	.64	.55	.70	.46	Нидерланды
Jap	.45	.21	.33	.29	.39	.40	.31	.25		.18	.33	.25	.36	.24	.50	.17	.59	Япония
Ita	.54	.37	.43	.52	.39	.41	.41	.32	.34		.33	.55	.71	.50	.40	.51	.38	Италия
Ire	.58	.38	.73	.70	.42	.35	.42	.46	.29	.43		.42	.45	.49	.54	.57	.50	Ирландия
Ger	.30	.12	-.01	.22	.09	-.03	.05	.27	.06	.16	.03		.83	.61	.57	.59	.46	Германия
Fra	.62	.36	.45	.54	.44	.47	.38	.48	.25	.52	.53	.19		.63	.60	.66	.48	Франция
Den	.57	.38	.40	.51	.56	.34	.31	.50	.46	.38	.55	.22	.45		.55	.54	.30	Дания
Can	.80	.80	.55	.48	.53	.27	.54	.34	.30	.37	.41	.13	.35	.46		.30	.65	Канада
Bel	.58	.38	.40	.57	.43	.40	.29	.60	.25	.47	.49	.26	.68	.42	.35		.30	Бельгия
Aus	.66	.47	.66	.51	.50	.28	.56	.41	.28	.43	.62	.04	.47	.42	.62	.35		Австралия

* Correlations in bold (lower left-hand triangle) are based on 101 years of real dollar returns, 1900–2000. Correlations in roman (top right-hand triangle) are based on 60 months of real dollar returns, 1996–2000, from FTSE World (Ireland and South Africa) and MSCI (all others).

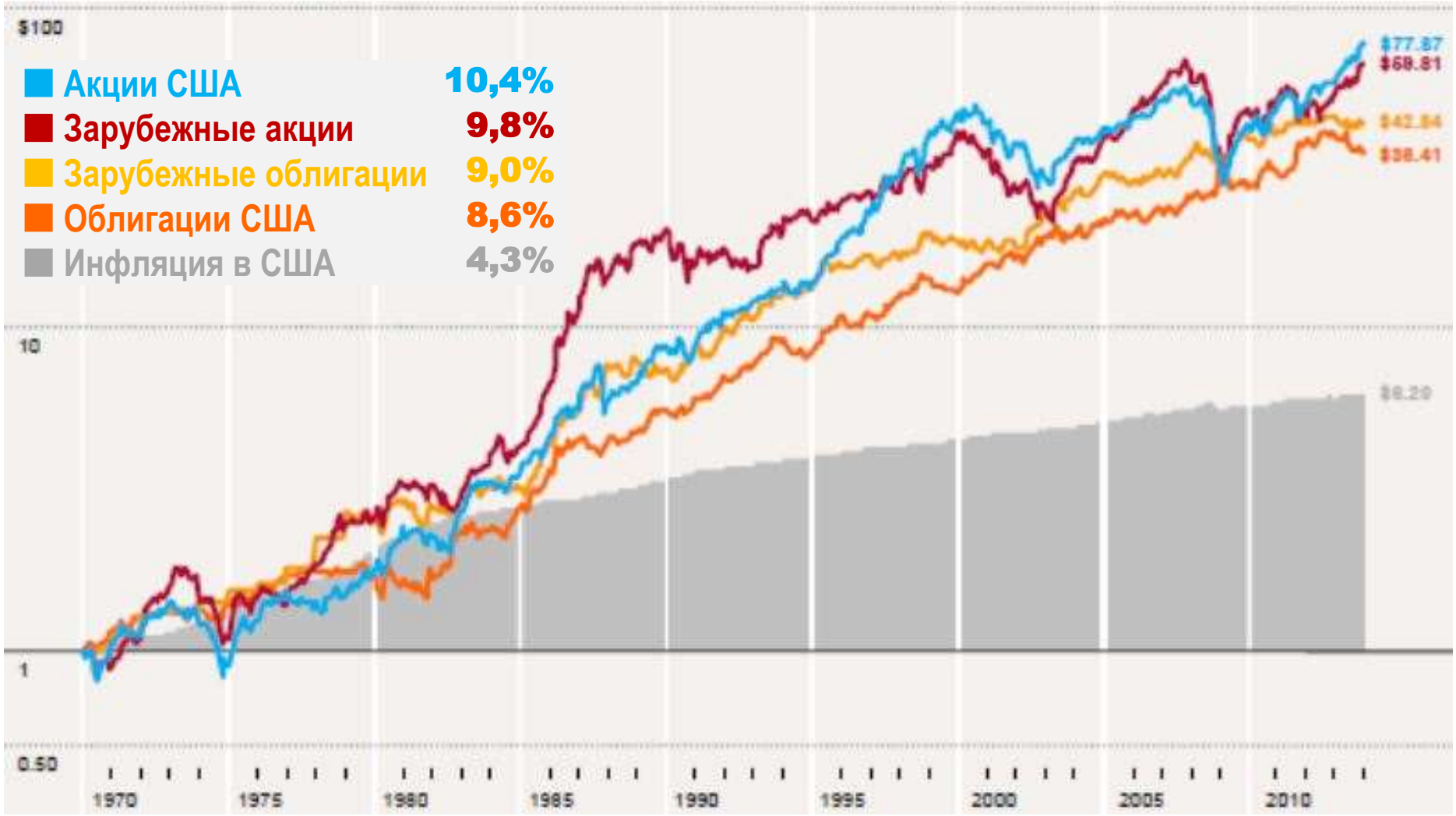
Elroy Dimson, Paul Marsh, Michael Staunton: **«Triumph of the Optimists»**

Слева внизу - 101 год, 1900 - 2000; Справа вверху – 60 месяцев, 1996 - 2000

Корреляция RTS и S&P500

США и мир, 1970 - 2013

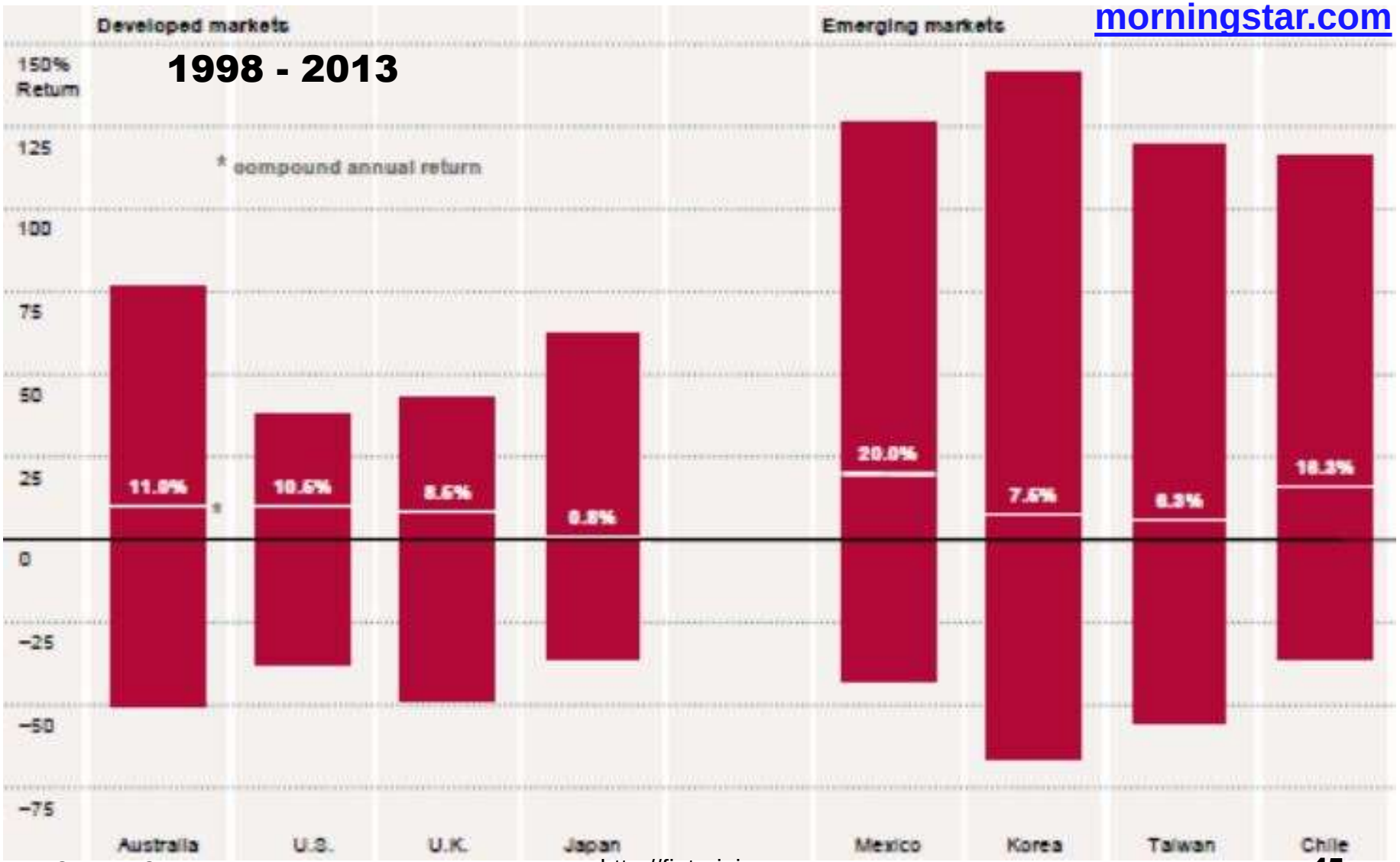
morningstar.com



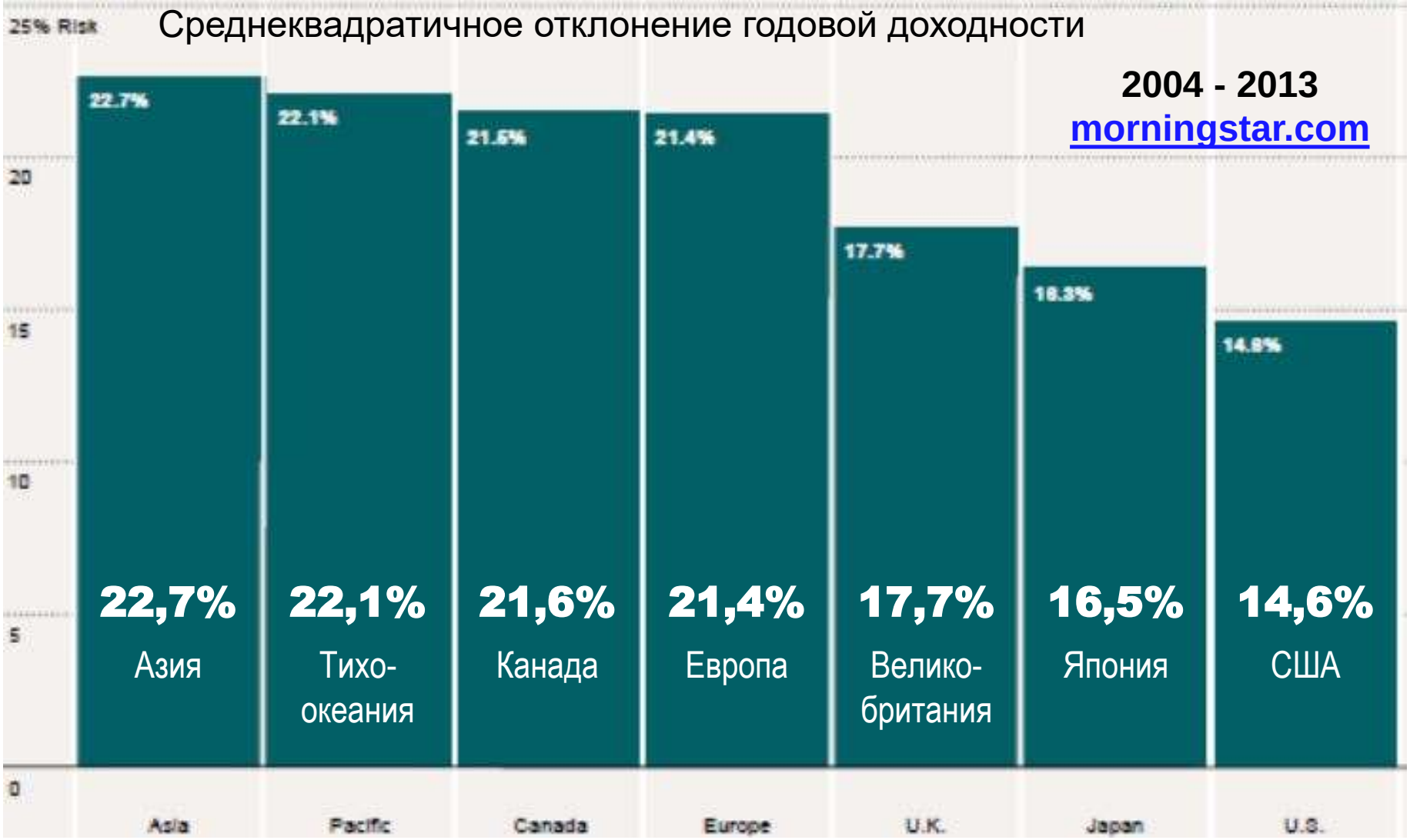
Акции США + зарубежные

Emerging vs. Developed

morningstar.com



Уровень риска по регионам



Международная диверсификация

Критерии для выбора доли зарубежных активов в портфеле:

1. Примерно поровну между отечественными и зарубежными акциями
2. В зависимости от размера капитала: высокие пороги входа и издержки операций на зарубежных рынках из России
3. В зависимости от доли страны в международной экономике (ВВП, общая капитализация и т.п.)
4. В зависимости от текущих индикаторов оценки рынков (P/E, P/B, DivY и т.п.)
5. В зависимости от готовности защищать свои интересы в конкретной иностранной юрисдикции

Пассивные инвестиции в зарубежные рынки для жителей РФ

1. ПИФы, инвестирующие в зарубежные ETF

- Порог входа: низкий
- Издержки: высокие
- Выбор: узкий
- Ликвидность: средняя
- Расчет и уплата налогов: налоговый агент – УК
- Юрисдикция: РФ
- Прочее: обмен паев внутри УК без налоговых последствий

2. ETF на Московской бирже через брокера (FinEx)

- Порог входа: низкий
- Издержки: низкие
- Выбор: узкий
- Ликвидность: высокая
- Расчет и уплата налогов: налоговый агент – брокер
- Юрисдикция: Ирландия/РФ
- Прочее: нужен брокерский счет, возможна покупка на ИИС

3. ETF на зарубежных биржах через брокера

- Порог входа: средний
- Издержки: низкие
- Выбор: очень широкий
- Ликвидность: высокая
- Расчет и уплата налогов: самостоятельно, регулярно
- Юрисдикция: США, Европа, РФ, Кипр, другие страны
- Прочее: зарубежные переводы, возможна торговля с плечом

4. Unit-linked (через страховые компании)

- Порог входа: высокий или с регулярными взносами
- Издержки: высокие
- Выбор: широкий или средний
- Ликвидность: очень низкая
- Расчет и уплата налогов: отложенное налогообложение
- Юрисдикция: офшоры
- Прочее: зарубежные переводы, юр. защита, списания с карты

Приобретение ETF на зарубежных рынках

Через российских брокеров с доступом на зарубежные рынки

- Только для квалифицированных инвесторов, высокие комиссии

Через зарубежных «дочек» российских брокеров

- Высокие комиссии, комиссии за переводы, самостоятельное налогообложение, риски

Через зарубежных брокеров

- Сложность оформления, комиссии за переводы, самостоятельное налогообложение, языковой барьер

Через зарубежные страховые компании unit-linked

- Оформление через посредников, высокая сумма входа, высокие издержки, низкая ликвидность, долгосрочность инвестиций, отложенное налогообложение, риски компании и продукта, языковой барьер

Ближайшие вебинары

FinWebinar.ru
вебинары о личных финансах, инвестициях, бизнесе

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

20 - 22 июня:
Галина Парусова,
«Инвестиции в недвижимость»

- **28 - 29 июня:**
Сергей Спирин,
«Вложения в драгоценные металлы»

Драгметаллы в портфеле инвестора

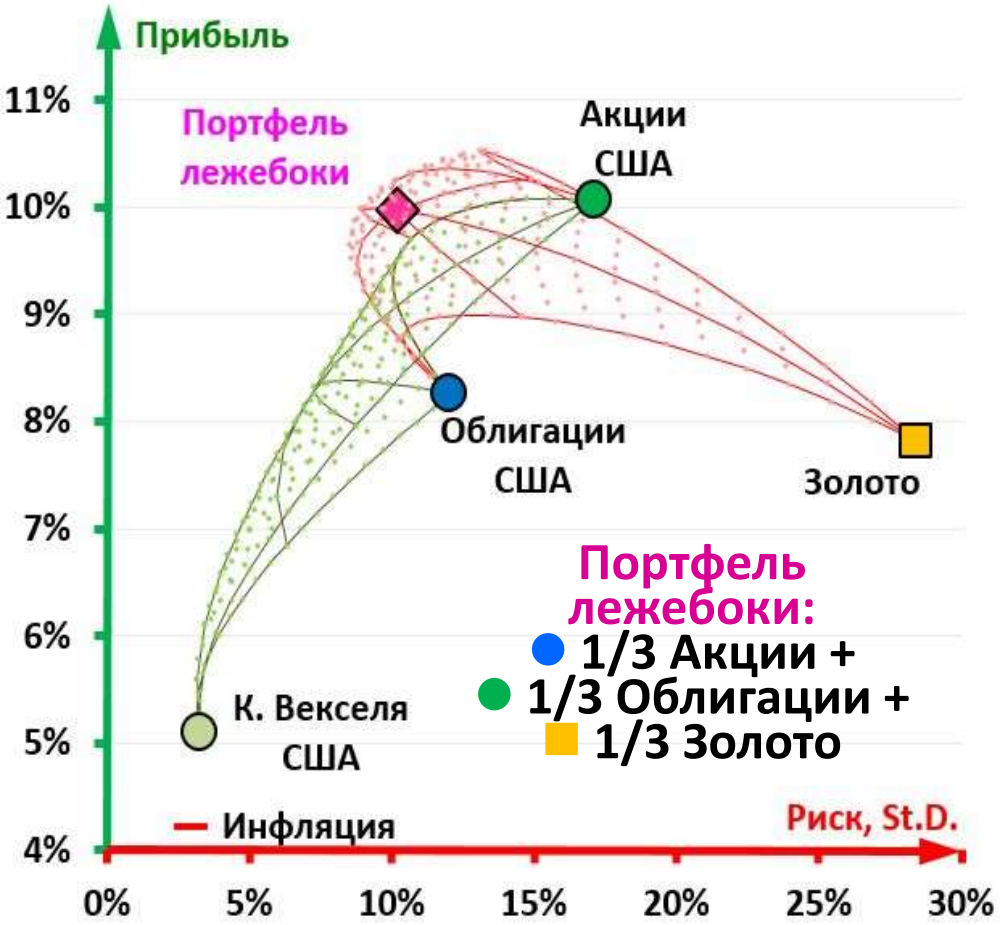
- Антикризисный актив
- Страховка от войн, революций и потрясений
- Защита от глобальной инфляции и девальвации национальной валюты
- Диверсификация портфеля: низкая корреляция с акциями
- Долгосрочные сбережения
- Возможность анонимного владения
- Спекулятивные идеи

«Заблуждение скупых состоит в том, что они считают золото и серебро благами, тогда как это только средства для приобретения благ»

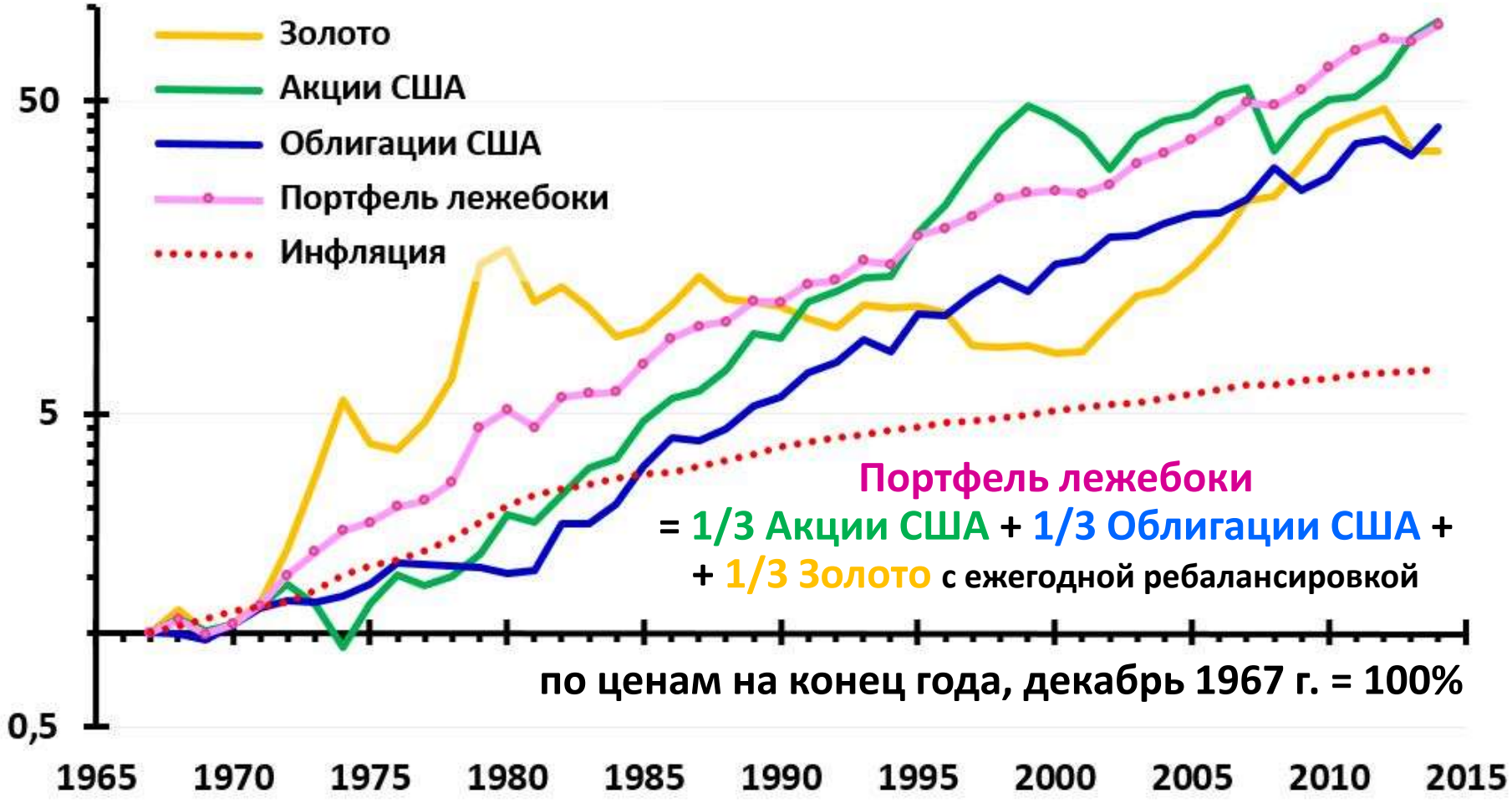
Франсуа де Ларошфуко

Драгоценные металлы в портфеле инвестора

США 1968 – 2014	риск St.D.,%	прибыль % год.
● Акции	17,1%	10,1%
● Облигации	12,1%	8,3%
● К. Векселя	3,3%	5,2%
– Инфляция	3,0%	5,1%
■ Золото	28,4%	7,8%
■ Серебро	68,0%	4,3%
■ Платина	33,1%	5,1%
■ Палладий	46,2%	6,4%
◆ Портфель лежебоки	10,2%	10,0%



«Портфель лежебоки», США, 1968 - 2014 гг.



Осень 2017 г. - вебинары «Инвестиционный портфель»

Часть 1.

«Структура портфеля или Стратегия»

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»

2.1. «Рынок ценных бумаг»
2.2. «Биржевые операции»
2.3. «Инвестиционные фонды»
2.4. «Прочие инструменты»
2.5. «Портфельные тактики»

До новых встреч!

- Центр Финансового Образования - **FinTraining.ru**
- Вебинары о личных финансах, инвестициях, бизнесе - **FinWebinar.ru**
- Asset Allocation - **AssetAllocation.ru**

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

- E-mail - spirin@fintraining.ru