

Долгосрочная инвестиционная стратегия для работы на фондовом рынке

2009 г. А. Н. Гузь, В. А. Чернышов *

Выбор стратегии поведения на фондовом рынке — одна из самых актуальных задач, стоящих как перед инвестором, так и перед профессиональным управляющим активами. События августа — сентября 2008 г. убедительно показали, что, несмотря на непрекращавшиеся в течение последнего года повсеместные разговоры о грядущем кризисе очень немногие инвесторы квалифицированно оценивали ситуацию и вошли в кризис с правильными оценками, выразившимися в готовности и способности играть на понижение в условиях вначале снижающегося, а затем и обваливающегося рынка. Даже очень квалифицированные и опытные управляющие, представляющие интересы олигархических структур, потеряли в совокупности более двухсот миллиардов долларов.

В то же время имевшиеся в распоряжении подавляющего большинства участников фондового рынка абсолютно открытые данные позволяли спрогнозировать начало стремительного падения котировок с достаточной точностью. Просто сопоставление очевидных макроэкономических показателей для многих было неочевидным инструментом прогноза и выработки соответствующей модели поведения [1].

Авторы предлагаемой работы не занимались прогнозами как таковыми. Данная работа посвящена вопросам разработки долгосрочной стратегии поведения на фондовом рынке, которая, кроме прочего, должна учитывать цикличность развития мировой экономики. Без учета этого обстоятельства невозможно планировать и действовать ни в одной сфере экономики, а на фондовом рынке — в первую очередь.

Инвестиционная стратегия сохранения и умножения капитала рассчитана на длительный период — до 10 лет. Основой для нее служит макроэкономический межрыночный анализ мировой экономики. На основе этого анализа определяется фаза экономического цикла развития мировой экономики.

1. Макроэкономический межрыночный анализ

Основой описываемого ниже метода оценки текущего состояния рынка и определение господствующего тренда является сравнение тенденций на смежных рынках: денежном, товарном, рынке госдолга и фондовом рынке [2]. На **рис. 1** показаны тенденции на смежных рынках США. Поскольку экономика этой страны является пока ведущей в мире, выводы можно с некоторыми поправками распространить на всю мировую экономику.

Тенденции на рынках всегда синхронизированы в соответствии с объективными экономическими законами. Деньги не могут уйти в никуда или прийти ниоткуда. Поэтому, если нет ясности в тенденции на одном из рынков, часто бывает достаточно проанализировать тенденции на других рынках.

Примером такой синхронизации являются обратные тенденции на денежном и товарном рынках. Денежный рынок представлен индексом USD (курс

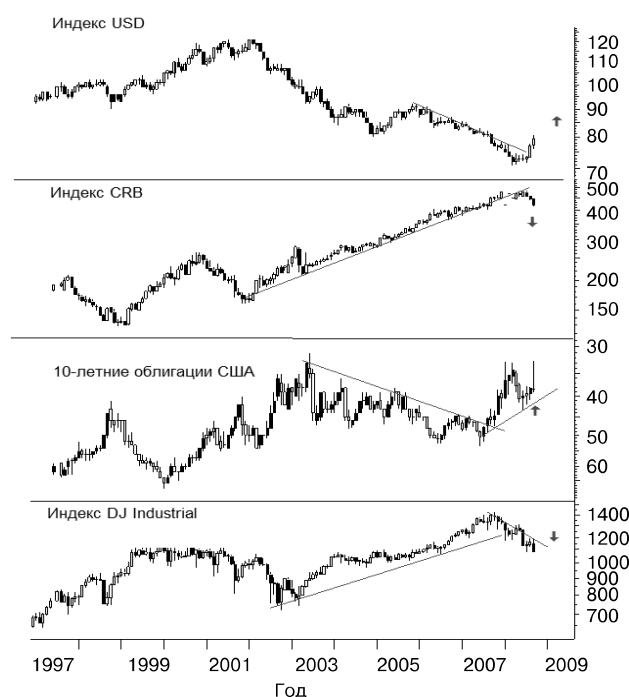


Рис. 1. Тенденции на смежных рынках

* А.Н. Гузь — к.т.н., доцент кафедры «Международный менеджмент» Южно-Уральского государственного университета, г. Челябинск

В.А. Чернышов — управляющий активами фондового агентства «Капиталь», г. Челябинск

доллара по отношению к совокупности других валют), а товарный рынок — индексом CRB. Если происходит снижение курса национальной валюты, это часто сопровождается увеличением стоимости товаров и ростом инфляция. При укреплении национальной валюты может происходить снижение стоимости товаров (дефляция). В отдельные периоды, при смене тенденции на одном рынке или коррекции, происходит рассогласование тенденций. В этом случае для избежания очевидных ошибок особенно важно следить за тенденцией на смежных рынках.

На двух верхних диаграммах **рис. 1** представлены тенденции поведения курса доллара относительно корзины валют и биржевой стоимости сырьевых товаров.

На двух нижних диаграммах **рис. 1** показаны тенденции рынка государственных долговых обязательств (10-летние бумаги) и фондового рынка (индекс DJ Industrial). Взаимосогласованность рынков здесь более сложная. Тенденция на рынке госдолга всегда опережает аналогичную тенденцию на фондовом рынке. Это опережение может составлять от нескольких месяцев до нескольких лет. Повышающая тенденция на госбумагах, берущая начало с середины 2000 г., заканчивается в начале 2004 г. Соответствующая повышающая тенденция на фондовом рынке берет начало в 2003 г. и продолжается в 2007 г.

В проводившемся авторами анализе при обработке количественных характеристик рынка вместо статистических кривых, по вполне понятным причинам, использовались аппроксимирующие прямые. Аппроксимация велась с использованием метода наименьшего квадратичного отклонения. Авторы не проводили сравнительного анализа точности при использовании различных аппроксимирующих зависимостей (например, линейной и полиномиальной), прежде всего потому, что не совсем понятны критерии точности. С нашей точки зрения, использование линейных зависимостей является вполне удовлетворительным как с позиций точности (например, по прогнозируемым срокам перелома тенденции рынка), так и с позиций удобства (простоты) использования результатов аппроксимации.

Взаимосвязь тенденций на смежных рынках позволяет сделать объективный вывод о состоянии мировой экономики, фазе ее экономического цикла, и что самое главное, предвидеть грядущие изменения и вовремя перестроить тактику своей работы [3].

В **табл. 1** представлены фазы экономического цикла (по хронологическим параметрам коррелируются с **рис. 2**).

В соответствии с представленной методикой на рубеже 2005–2006 гг. фаза экономического роста заканчивается и начинается фаза замедления. Весь 2007 г. является этому подтверждением. На этой фазе начинается смена тенденции на фондовом рынке (с повышающей на понижающую) и усиливаются инфляционные процессы (повышается стоимость товаров). Как только остановится тенденция роста на товарных рынках, мировая экономика начнет входить в кризисную стадию.

Таблица 1

Фазы экономического цикла			
Облигации	Акции	Товары	Стадия цикла
▲	▼	▼	Кризис в 2001 г.
▲	▲	▼	Начало роста в 2002 г.
▲	▲	▲	Подъем в 2004–2007 гг.
▼	▲	▲	Продолжение подъема
▼	▼	▲	Замедление роста в 2008 г.
▼	▼	▼	Начало спада в 2008 г.

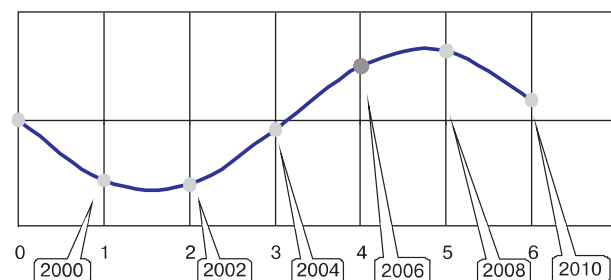


Рис. 2. Стадии экономического цикла

Уникальность текущего этапа развития событий состоит в том, что три последовательные фазы (5, 6, 7 на **рис. 2**) сжались по времени до невероятно короткого срока и уместились во второй половине 2008 г. Логического объяснения этому мы пока не находим. Остается только предположить, что и следующая фаза «начало выхода из кризиса» не заставит себя долго ждать и сформируется в 2009 г. Первый сигнал к этому уже получен — разворот вверх тенденции на рынке долгосрочных государственных долговых обязательств. Следующий сигнал — разворот вверх фондового рынка.

Еще нагляднее современный экономический цикл и его фазы с распределением по годам показаны на **рис. 2**.

Длительность цикла — около 12 лет, с 1998 по 2010 гг. Современное состояние экономики определяется фазой замедления экономического роста. Этот вывод был сделан в начале 2007 г., и реальные события на рынках полностью подтвердили его справедливость.

2. Торговая тактика

Тактика управления инвестиционным портфелем строится на использовании двух брокерских счетов, открываемых инвестору [4]. Основной счет — инвестиционный. На этом счете происходит накопление активов (акций, облигаций) с минимумом спекулятивных операций. Для увеличения размера пакетов акций (скупки) используются периоды снижения котировок в среднесрочном масштабе (по месячным графикам).

Дополнительный счет — спекулятивный. Он используется для краткосрочных спекулятивных операций. Операционный временной интервал — торговый день (хотя в отдельные периоды времени интервал растягивался и до недели). Прибыль,

образовавшаяся на спекулятивном счете, переводится на инвестиционный счет и используется для увеличения размера пакетов акций в благоприятные моменты, т. е. при среднесрочном снижении рынка.

Такая тактика требует от управляющего (да и от инвестора тоже) хладнокровия и трезвого расчета. Необдуманные действия (сброс акций) во время падения рынка перечеркнет все предыдущие усилия и приведет к потерям. Зато долгосрочный результат этой стратегии позволяет получить доходность, превышающую среднерыночную. Это доказано мировой практикой на протяжении целого ряда предыдущих десятилетий.

Спекулятивная тактика, или торговая система, как ее иногда называют, основана на поиске и использовании моделей. Эти модели — не что иное, как визуальные образы, отражающие ситуацию на рынке. Ситуация может быть как объективной, так и чисто манипуляционной. В любом случае модель — это определенный стереотип поведения всего сообщества участников рынка. Те стереотипы, которые уже изучены и к которым можно приспособиться, называются рабочими моделями.

Формирование модели происходит на графике цены инструмента (рис. 3–8). В качестве исходной информации используется определенный набор технических индикаторов, так называемый информационный фон. От него зависит, насколько эффективно работает модель. Нужно иметь в виду, что при неблагоприятном стечении обстоятельств любая модель может не оправдать надежд. Процент ошибок модели определяет её надежность. Обычно отличные модели дают 70–80 % положительного результата и 20–30 % ошибок. У хороших моделей это соотношение около 60/40.

На рисунках 8–13 в верхнем поле оси ординат указаны цены в рублях, в нижнем поле — объемы торгов в количестве бумаг; все диаграммы приведены во временном масштабе «месяц» по годам, заканчивая 2009-м.

На этапе принятия решения о вхождении в рынок по сложившейся модели очень важным фактором успеха становится экспертная оценка информационного фона, которая дает основание для оценки риска предполагаемой определения размера позиции и выбора метода управления выходом. Здесь, кроме опыта и профессионализма, требуется интуиция.

На рис. 9 показана одна из самых надежных моделей — «черепаховый суп». Статистика работы по этой модели показывает соотношение успехов и неудач 80/20.

График цены построен в формате часовых «свечек». Модель начинает формироваться 18 числа N-го месяца. На втором часе торгов цены устанавливают первый 20-часовой максимум (для представленной ситуации). Это **первый сигнал** модели. В верхней диаграмме построен индикатор 20-периодных максимумов и минимумов.

Через 5 периодов появляется второй 20-часовой максимум. Это **второй сигнал** модели. Второй мак-

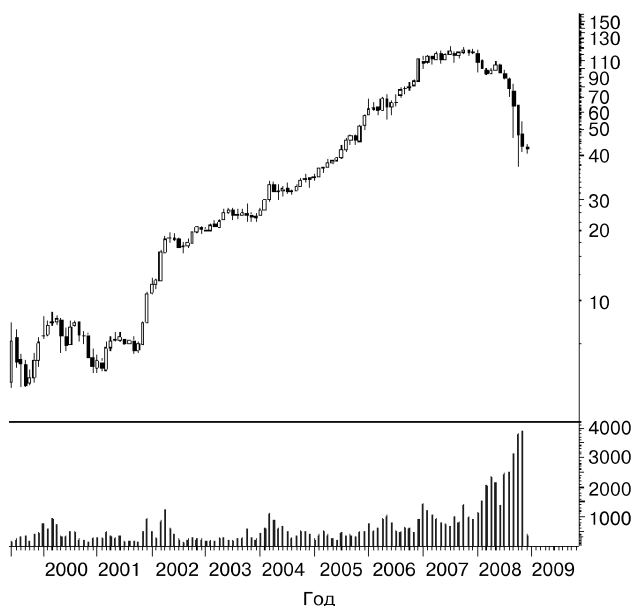


Рис. 3. АК «Сбергательный банк РФ»

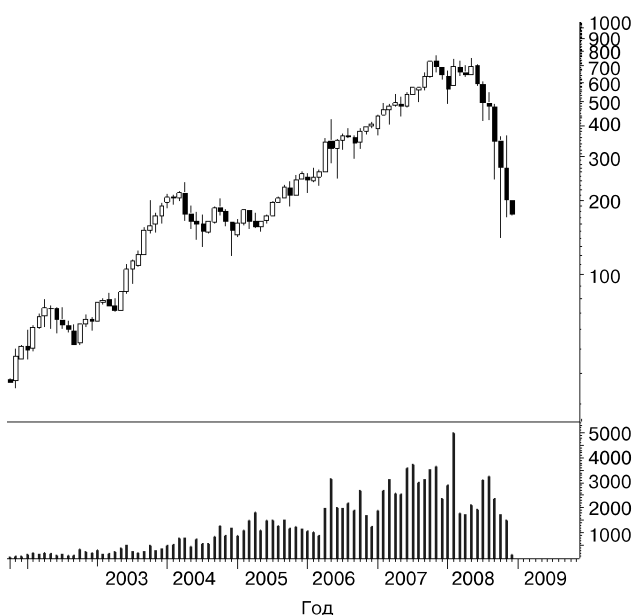


Рис. 4. ОАО ГМК «Норильский никель»

симум повторился в начале сессии 21-го числа. Сразу после этого цены пошли вниз и проббили уровень первого максимума. Это **третий сигнал** модели, который требует немедленного открытия короткой позиции. В течение этой же сессии цены опустились на 4 %. На следующий день (22-го числа), сразу после открытия, цены упали еще на 14 %. В принципе это больше чем достаточно для одной сделки! Можно фиксировать прибыль. Это очень редкая удача!

Информационный фон для этой модели таков: сглаженная гистограмма РСС (Расхождения Скользящих Средних) (рис. 9 второе сверху поле) и стандартный стохастический осциллятор (рис. 9 третье сверху поле). В представленном на рис. 9 случае информационный фон подтверждает высокую степень надеж-

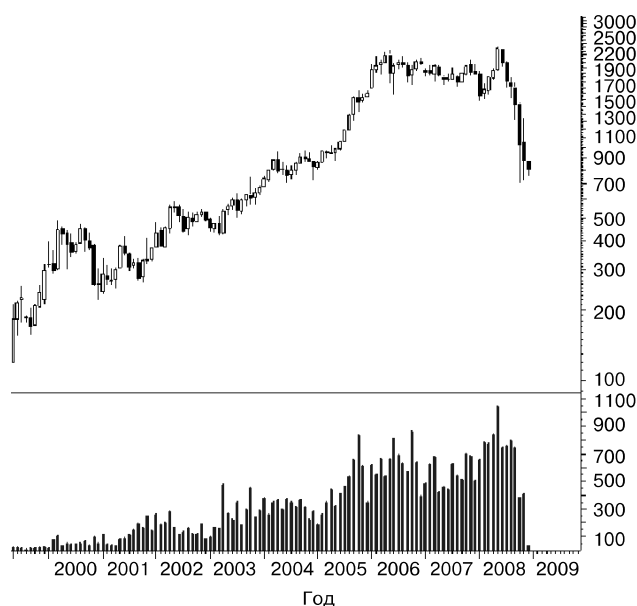


Рис. 5. ОАО НК «ЛУКОЙЛ»

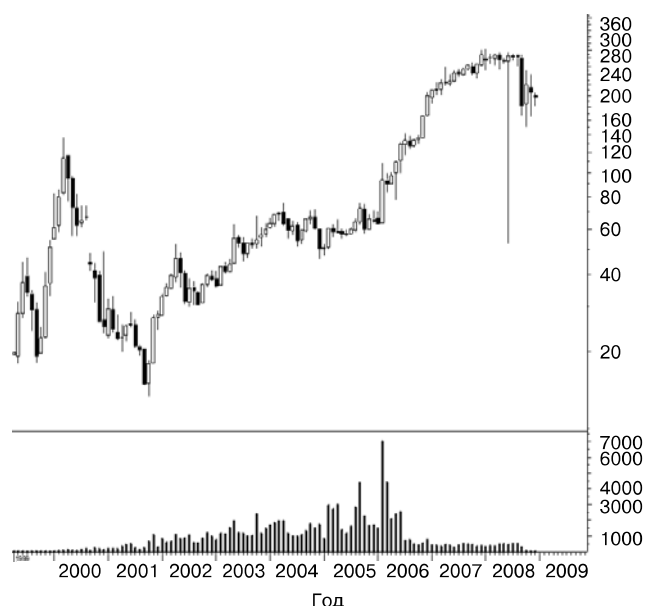


Рис. 6. ОАО «Ростелеком»

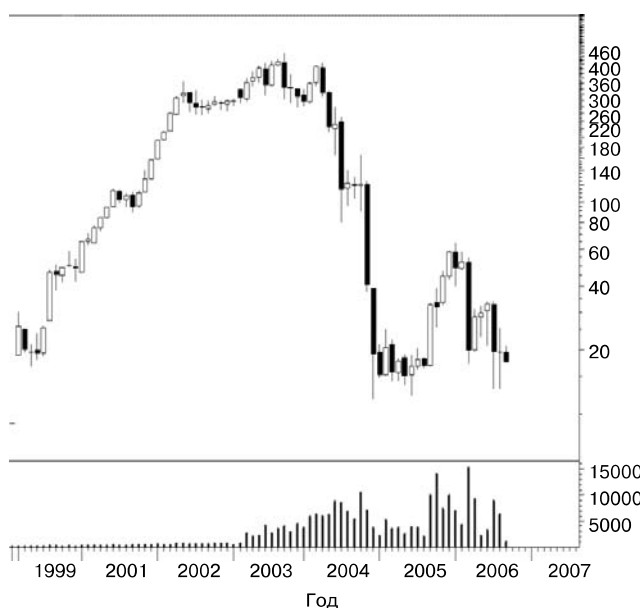


Рис. 7. ОАО «ЮКОС»

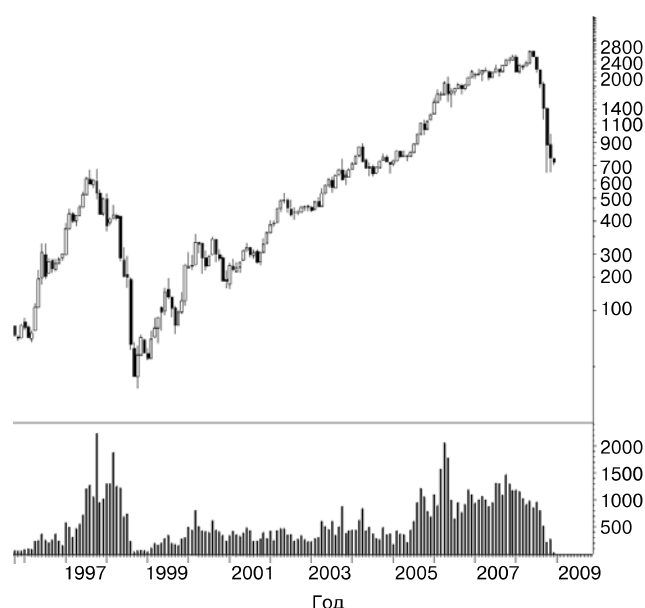


Рис. 8. Индекс РТС

ности сделки. Гистограмма показывает понижающий тренд, а осциллятор указывает на перекупленность рынка, т. е. на такое его состояние, когда сила «быков» ослабевает и формируется тенденция фиксации прибыли. На первом сверху поле вертикальными столбиками с цифрами «1» и «2» показаны моменты двух последовательных максимумов. После появления второго максимума, как только цена опустится ниже уровня первого максимума, нужно входить в сделку «short», т. е. продавать (Open Short). Метод выхода из сделки может быть разным. Здесь применен метод скользящего «стоп-приказа» на покупку. Уровень входа (горизонтальная линия) последовательно опускается на максимумы завершенных «свечек», и, как только цена текущей «свечи» пересекает линию скользящего

«стоп-приказа», сделка закрывается, т. е. производится покупка (Close Short).

Для успешной и устойчивой долгосрочной работы достаточно иметь в своем арсенале 2–3 надежных моделей. Очень важно уметь спокойно ждать, когда полностью сформируется та или иная модель, не поддаваться соблазну войти в рынок на точке экстремума (зачастую не последнего) и очень внимательно анализировать дополнительный информационный фон.

На рис. 8–13 приведены котировки «голубых фишек», использовавшихся в качестве инструментов в практической деятельности авторов на протяжении 2002 – 2008 гг. Эти статистические зависимости иллюстрируют тот самый информационный фон, о котором шла речь при описании торговой тактики в

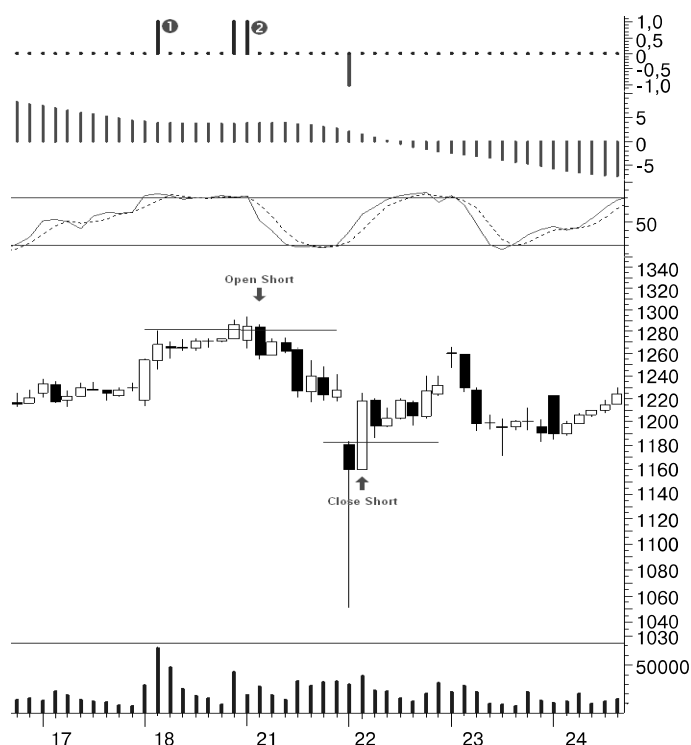


Рис.9. Спекулятивная модель «черепаховый суп».
Горизонтальная шкала отображает даты торговых сессий в течение месяца. В каждой сессии — 8 часовых «свечек»; выходные дни не отображаются.

разделе 2 настоящей статьи. Представленные графики позволяют наглядно продемонстрировать возможность наложения использовавшейся модели на изменение котировок во времени для анализа и практических выводов [5]. О правомерности этих выводов позволяют судить результаты работы по управлению активами инвесторов.

3. Практические результаты

Для объективной оценки инвестиционной стратегии требуется достаточно длительный срок, порядка 2 – 3 экономических циклов. Российский рынок ещё молод и не имеет такой истории. Приведенные ниже результаты практической работы фондового агентства «КАПИТАЛЬ» (далее ФА) по изложенной стратегии приходятся на фазу экономического подъема в 2004 – 2007 гг. (**рис. 10**).

Портфели учитывали предпочтения инвесторов по их наполнению и содержали разное количество разных акций первого эшелона. Кроме того, некоторые инвесторы в процессе работы изымали часть средств для своих нужд, высказывая при этом свои пожелания относительно закрытия тех или иных позиций. Этим объясняется различная доходность портфелей при сохранении общего тренда, независимо от наполнения различных портфелей.

Под «индексом доходности» понимается интеграл от первой производной курсовой стоимости портфелей. Благодаря такой математической обработке



Рис. 10. Пример динамики портфелей клиентов (1–5)

фильтруются скачки стоимости от дополнительных вложений и изъятий денежных средств.

В результате использования описанной выше стратегии за 4 года работы по указанной стратегии стоимость каждого портфеля удалось увеличить примерно в 3 раза.

На **рис. 11** показана сравнительная динамика обобщенного индекса всех портфелей (Индекс ФА) и индекса РТС, приведенного к значению на 01.01.2004.

Более объективной и корректной будет оценка, выполненная на основе сравнения результатов работы конкурентов (различных ПИФов), работающих в сходных условиях, на одном рынке (диверсифицированные фонды акций РФ), в один и тот же отрезок времени (с 2004 по 2007 гг.). В **табл. 2** и на **рис. 12** приведены сравнительные результаты работы конкурентов.

Отдельно хочется видеть результаты работы в 2007 году, как наиболее характерные для фондовых рынков (**рис.13**).

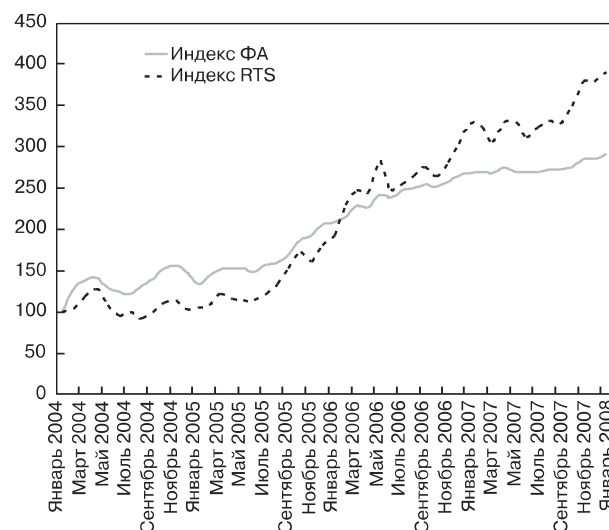


Рис. 11. Сравнительная динамика индексов

Таблица 2 Сравнение доходности ПИФов за период с 01.01.2004 по 01.11.2007				
№ п/п	ПИФ	Управляющая компания	Доходность за период, %	% Годовых
1	АВК — Фонд акций	АВК Дворцовая площадь	83	21
2	Долгосрочные взаимные инвестиции	Проспект — Монтес Аури	92	23
3	КИТ — Фонд акций	КИТ Финанс	153	38
4	Петр Столыпин	ОФГ Инвест	209	52
5	Тройка Диалог — Добрыня Никитич	Тройка Диалог	269	67
6	АВК — Фонд ликвидных активов	АВК Дворцовая площадь	112	28
7	Альянс Росно — Сбалансированный	Альянс Росно — Управление активами	98	25
8	БКС — Фонд перспективных акций	Брокеркредитсервис	137	34
9	Лидер Инвест	Проспект — Монтес Аури	69	17
10	Тройка Диалог — Дружина	Тройка Диалог	149	37
11	Паевые фонды России	Центральная Управляющая Компания	59	15
12	Первый фонд фондов	Максвелл Эссет Менеджмент	148	37
13	Клиенты ФА		185	46
Среднее значение по ПИФам			132	33

снять необходимые коррективы в свои краткосрочные и среднесрочные планы для повышения эффективности управления и уровня доходности на вложения инвесторов, доверивших свои активы управляющим.

В статье сознательно, по вполне понятным причинам, не анализируется ситуация на фондовом рынке во время кризиса. Кризис рано или поздно закончится и востребованность в инструментальном обеспечении повседневной деятельности вернется к докризисному уровню. Работа не претендует на применение изложенных материалов во всех возможных ситуациях, но тем не менее имеет ярко выраженную практическую направленность.

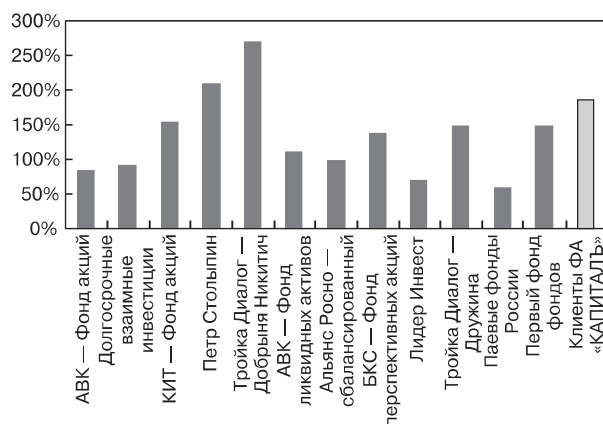


Рис. 12. Сравнение доходности ПИФов (%) за период с 01.01.2004 по 01.11.2007 г.

Приведенная в представленной работе методика оценки поведения и рекомендации по формированию долгосрочной стратегии работы на фондовом рынке прошли апробацию в течение нескольких лет в фондовом агентстве «КАПИТАЛЪ». Результаты его деятельности подтверждают, во-первых, правомерность использования и методик, и рекомендаций с чисто практической точки зрения. Во-вторых, они позволяют автоматически, не ставя этот вопрос во главу угла, прогнозировать поведение макроэкономических показателей, влияющих на ситуацию на фондовом рынке. Эти прогнозы, в свою очередь, позволяют профессиональным управляющим вно-

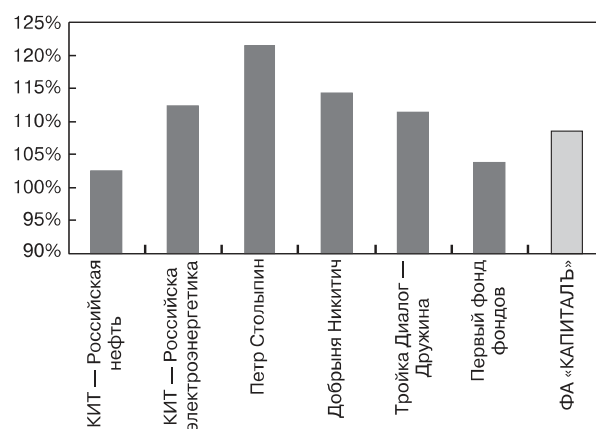


Рисунок 13. Сравнение доходности ПИФов (%) за 2007 г.

Библиографический список.

1. Лоренс Дж. Гитман, Майкл Д. Джонс. Основы инвестирования. — М.: Дело, 1997 г.
2. Лоренс А. Коннорс, Линда Б. Рашки. Биржевые секреты. Высокоэффективные стратегии краткосрочной торговли. — М. ИК «Аналитика», 2002 г.
3. Принг М.//Международный институт экономических исследований. 2004 г. № 3
4. Пикфорд Дж. Секреты инвестиционного дела, — М.: Олимп-бизнес, 2006 г.
5. Роджерс Дж. Биржи: самые горячие рынки в мире — М.: Олимп-бизнес, 2008 г.