

ЕСЛИ ВДРУГ ЗАХОТИТЕ ЗНАТЬ, КАКИМ БУДЕТ 2015 ГОД



БАХЫТ ДЖОЛАМАН
Директор
компании Paragon

Еще десять лет назад, будучи спрошен, каким будет рынок в новом году, я охотно тратил изрядное количество интеллектуальной энергии, анализируя недавние материально значимые события и тенденции с их последующей экстраполяцией на события будущее. По возможности, до второй и более производной.

Сегодня я куда менее словоохотлив. Вежливое «не знаю», как правило, наиболее частый ответ, старательно маскирующий оперативность мыслительных процессов.

Автор – дипломированный технический аналитик (CMT); член Ассоциации технических аналитиков (Market Technicians Association, New York, USA); ассоциированный член Института финансовых услуг (Institute of Financial Services, London, England); основатель компании Paragon, специализирующейся на активной проприетарной торговле акциями компаний S&P 500, Nasdaq 100, Nasdaq Composite, Russel 2000, корпоративными долговыми инструментами и их производными, а также занимающейся рыночной исследовательской деятельностью.

Безусловно, помимо рынка американского, на котором я профессионально вырос, сформировался и работаю ежедневно, географически рынки еще бывают европейские, азиатские и даже иные. По иным – мы не самые видные специалисты. Эти рын-

ки зачастую пугают своей глубиной, сложностью и совершенством законодательной базы, а посему оставляю излишне скромный набор своих сентенций на тему рынков иных до той бесконечно далекой поры, когда мы, наконец, поменяем школьную форму на приличный костюм.

В конце декабря, в один из выходных дней, автор этих строк, следуя многолетней привычке, занимался тем, чем на его месте занимался бы любой другой нормальный человек, не испытывающий недостатка в предпраздничном настроении, – перечитывал рыночные прогнозы на 2014 год. Занятие весьма далекое от исчерпывающего анализа всей сетки имевших годом ранее место прогнозов. На науку не претендует никоим образом. Скорее, у каждого свои представления об интересном времяпрепровождении. В конце концов, не всем же в баню.

Хотите знать, кто из экспертов предсказал более чем скромное падение цен на нефть в 2014? Совершенно верно, из «экспертов» – НИКТО.

«Невзирая на рост объемов добычи, цена на WTI превысит 110 долларов. Спрос со стороны государств с развивающейся экономикой продолжит превышать падающие объемы потребления в развитом мире» (Байрон Уин: «Десять прогнозов мировой экономики на 2014 год», январь 2014 г.).¹

«Относительно цен на энергоносители, Рубини уверен, что увеличивающиеся объемы предложения в США и за их пределами, не окажут существенного влияния на понижение цен. Учитывая все еще существующую зависимость ряда стран Ближнего Востока от нефтяной выручки, сокращение ее поступлений чревато нестабильностью в регионе, а это, как правило, ведет к резкому скачку цен» («Рубини: Экономика США разочарует в 2014 году» журнал Fortune январь 2014).²

По всей вероятности, исключительно назло авторитетным предсказаниям, WTI в ускоренном режиме прошла путь от вершины 107,73 внутри дня 20 июня до дна 53,60 16 декабря, когда писался сей материал, на растущих с начала октября объемах торговли. Для чрезвычайно малочисленной группы маргиналов, испытывающих пиетет к ретрейсентам Фибоначчи и теории Дау, к коим автор себя причисляет, при столь стремительном падении, отдано не просто 23,6 (95,71) и 38,2% (83,88) прироста, характерных для умеренных коррекций, не приводящих к нарушению первичного тренда, берущего начало в феврале '09. Отданы максимально допустимые 50%, сопровождающих коррекцию первичного тренда, до того как последний разворачивается, а также «золотые» 61,8% (64,76) прироста. И, наконец, на уровне 76,4%, последнем значимом уровне, ибо дальше ноль, имеет место краткосрочная консолидация с первичными контурами вымпела, потенциально указывающего на возможность возобновления нисходящего тренда. При практически полной конвергенции прочих технических индикаторов. Ditto Brent.

Возможно, нефть – исключение, подумает дотошный читатель.

Отнюдь.

«Рынок казначейских нот ожидает роста доходности с уклоном на увеличение крутизны кривой доходности до тех пор, пока Банк Федерального Резерва не поднимет краткосрочные ставки. По сравнению с нашим прогнозом на прошлый год, мы увеличили оценку «справедливой стоимости» 10-летних нот; в данный момент макроэкономический фон позволяет считать оправданной доходность по 10-летним нотам в коридоре 2,75–3,75%» («Экономические и инвестиционные прогнозы Вэнгарда на 2014 год», январь 2014).³

Или, например, «сила экономики США вкупе с маргинальным ростом инфляции повлечет увеличе-

ние доходности по 10-летним казначейским нотам до 4%» (Байрон Уин «Десять прогнозов мировой экономики на 2014 год»).⁴

Как вы полагаете, что произошло на самом деле? Точно. В реальности кривая доходности уплостилась. Доходность по 10-летним нотам на ходу, единожды едва пробив 3-процентный уровень в первый рабочий день года, зафиксировала годовую вершину, а все последующие месяцы стабильно скатывалась в границах нисходящего канала, завершив год практически у его нижней границы на уровне 2,16%. Сил хватило лишь на то, чтобы дважды слегка коснуться линии возврата, ни разу не пройдя последнюю. Линия тренда при этом нарушена в течение года дважды, включая один раз, на дне октябрьской корректировки 15 октября, существенно, когда был протестирован рекордно низкий уровень в 1,86%.

Если следовать экономической ортодоксии, тезис Уина, пользующегося безграничным уважением автора, и, объективности ради, не делающего из своих ежегодных прогнозов средства к существованию, чего не скажешь об «экспертах» иных, безусловно, верен. На самом деле, дихотомия между доходностью по 10-летним нотам и S&P 500, в своей последней ипостаси берущая начало в июне 2010 года, сбивает с толку многих прогнозистов, заставляя ошибаться год за годом на протяжении последних нескольких лет.

Любое собрание прогнозов, независимо от года их выпуска, развлекает. За 21 год моего романа с рынком примеров найдется куда больше, чем места на двух разворотах, предоставленных мне столь великодушно редакцией. Речь не идет о житейских заблуждениях и предвзятостях. Увы, большинство из нас – бракованный продукт эвристики, отдающий миазмами когнитивных искажений. Речь об ином. Коли «эксперт», изволь иметь мнение. Высказывать желательнее тоном, не допускающим

Фьючерсный контракт WTI, 5 лет



Источник: Bloomberg

¹ Byron Wien: 10 Predictions About the World Economy in 2014; здесь и далее – перевод автора.

² Roubini: U.S. economy will disappoint in 2014; Fortune, January 2014.

³ Vanguard's Economic and Investment Outlook; January 2014.

⁴ Byron Wien: 10 Predictions About the World Economy in 2014.

возражений. Безапелляционно. В крайнем случае, снисходительно.

Эксперты чураются неопределенности. За неопределенность не платят подписчики. Неопределенность не повышает рейтинги финансовых каналов на телевидении. Неопределенность – не то, что хотят слышать институциональные и розничные клиенты, ищущие подтверждения собственным заблуждениям. Неопределенность не способствует увеличению роста клиентских заявок у брокеров, что есть зло для их комиссионных доходов, а наиболее лукавых из них лишает возможности прибыльно закрыть позиции, предусмотрительно занятые в рамках «стратегического предварительного позиционирования».

Желание спрогнозировать (угадать) направление вектора движения нефти, процентных ставок, акций, облигаций, etc. вполне понятно. Замерьте стоимость доллара, отданного на дне первичного движения любого из перечисленных активов, и сравните его со стоимостью полученного на вершине. Повторите при возобновлении первичного движения. Если вы чрезвычайно талантливый и скоростной трейдер, прибавьте к этому разницу между стоимостью доллара, полученного на вершине вторичного движения, и стоимостью отданного доллара на его дне в короткой позиции.

Закончив эти незамысловатые расчеты, сравните полученную сумму с разницей от стоимости отданного и полученного доллара, если бы вы безвылазно находились в длинной (для суперпродвинутых – buy-and-hold) или в короткой позиции, в зависимости от рыночного цикла, на всем его протяжении. Разница в результатах не в пользу второй стратегии и, как правило, до неприличия соблазнительна.



Но... ценность «экспертного» прогноза на тему уровня цен, где покупать, а где и не очень, равна нулю, если только он не является правильным.

Линейно я бы выразил это следующим образом: **ожидаемая ценность прогноза = ценность правильного прогноза X статистическая вероятность данного прогноза оказаться правильным.**

Увы, большинство из нас обладает приблизительно одинаковыми (читай посредственными) способностями прогнозировать значимые рыночные события. Это неудобство, помимо прочего, осложняется и тем, что даже точный прогноз, сделанный с той же степенью вероятности наступления, что и консенсусный, едва ли приведет к феноменальным инвестиционным результатам. К примеру, консенсус относительно номинального роста ВВП в 4,00%, характерного для американской экономики в нынешнее десятилетие, будет прочно сидеть в цене рынка. Предположим, путем сложных умозаключений вы также решили, что прирост ВВП составит 4,00%, что это отличный уровень роста по сравнению с предыдущим периодом, а посему имеет смысл занять длинную позицию, скажем, по бумагам «Клюшек и Микроскопов Инк.», специализирующейся на производстве... клюшек и микроскопов (интересная бизнес-модель). К вашему возможному разочарованию, на момент фактической публикации статистики цены на акции «Клюшек» не испытают сильного возбуждения исключительно потому, что данное явление имело место быть при публикации консенсуса. Ну, а ваш прирост от биржевой стоимости «Клюшек», скорректированный на риск, будет в лучшем случае равен средней доходности по сравнительной группе компаний за отдельно взятый инвестиционный период.

Задолго до того как большинство читателей данного опуса впервые начали проявлять активный интерес к теме статистических вероятностей, полагаю, столь популярной в быту, зависимость цен на акции считалась функцией соответствия прогноза прироста чистой прибыли на предстоящий отчетный период ее фактическому приросту. Другими словами, если оценка прироста – 4,75–5,25%, характерного, к примеру, для компаний – членов S&P 500 в нынешнее десятилетие, а по факту – 5,00%, то здорово. С тех давних пор сия метрика претерпела критически важное изменение, что, впрочем, также случилось не вчера, суть которого, по существу, сводится к тому, что зависимость цен на акции есть не функция соответствия консенсуса прогноза прироста чистой прибыли на предстоящий отчетный период ее фактическому приросту, а функция **отклонения** от консенсуса, **являющегося неожиданностью**. В идеале, недетской.

Взгляните на поведение цен в период публикации квартальных отчетностей. Компания «А» объявляет о росте прибыли на 30%, и цена на акции «А» взлетает. Компания «В» объявляет то же самое, эффект – в лучшем случае ноль, а порой и разочарывающее падение котировок «В». Ergo, вопрос не в том, на сколько выросла прибыль «А» или «В», а си-

дел ли данный прирост (или падение) в консенсусе. Предусматривал ли последний данные изменения, и, как следствие, были ли они уже включены в цену? Если да, то фактическая публикация данных едва ли вызовет заметное ценовое волнение. Если нет, то последнее может быть как положительным, так и отрицательным, в зависимости от природы такого сюрприза.

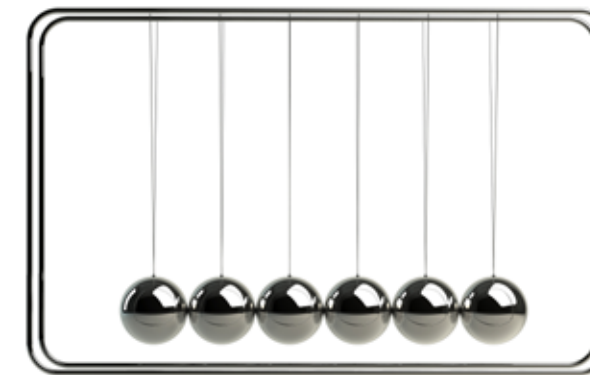
Получается своеобразный замкнутый круг (по-русски Catch-22). Большинство прогнозов не выходит за рамки консенсусного коридора и, как следствие, не закладывает основу для инвестиционных результатов, превышающих среднюю величину. Результаты выше средних по рынку основываются на правильных неконсенсусных прогнозах, которые, в свою очередь, делать сложно, а еще сложнее делать правильно и на которые уж совсем сложно полагаться при принятии инвестиционных решений.

К примеру, если бы в начале 90-х, когда совсем еще юный автор этих строк отправился в свое первое инвестиционное путешествие, некто, обладающий смелостью и большим воображением, предложил бы в качестве интересной идеи вложиться в мусорные облигации⁵, то это едва ли вызвало бы неконтролируемый восторг у подавляющего большинства портфельных менеджеров той поры. Впрочем, как и инициация коротких позиций по Yahoo и Cisco в начале 2000-го, никак не являвшаяся частью брокерского консенсуса (писать отдельно про доткомовское помешательство не хватит места). Впрочем, как и короткие позиции по General Motors в 2007 году или длинные по всем, без исключения, авиалиниям в 2012 году. И так далее, и так далее.

Неконсенсусные прогнозы чрезвычайно неудобны в качестве руководства к действию, учитывая, сколь далеки они от общепринятых шаблонных взглядов и превалирующего «экспертного» мнения. Помимо правильности собственно прогноза относительно уровня, тренда или события, прогноз должен быть еще и своевременным, а точнее, непреждевременным. К сожалению, в инвестиционном мире быть правым, существенно опережая свое время, и ошибаться – практически равносильны. Проверено на собственном опыте.

Для большинства активных портфельных менеджеров процесс аллокации активов выглядит приблизительно одинаково. «Мой прогноз относительно экономики А такой-то. В случае наступления А, с процентными ставками произойдет В. При наступлении В с рынком акций произойдет С. При таком сценарии наиболее успешным сектором станет D, в котором акции E обладают наибольшим потенциалом роста». Лазерный фокус и видение провидца. Портфель сконструирован.

Вот только какова вероятность возникновения E, обусловленного А, В, С и D? Быть стабильно правым даже две трети раз было бы феноменом, на самом деле не имеющим прецедентов на практике. При этом даже 67-процентная частота, с которой каждый из пяти прогнозов (от А до E) мог бы оказаться точ-



ным, даст лишь относительно малую 13-процентную статистическую вероятность того, что все пять прогнозов окажутся точными, в результате чего портфель сработает по задуманному сценарию. Нюансы, нюансы.

Вам часто доводится слышать нечто вроде: «Мы (я) считаем, рынок (акции, облигации, сырье – на ваш вкус) двинется туда-то»? Мне, по роду деятельности, каждый день. Куда реже слышишь: «Мы (я) считаем, рынок (акции, облигации, сырье – снова на ваш вкус) двинется туда-то, имейте в виду, однако, что 25 из наших 30 последних прогнозов были ошибочными». Правда? Или, например: «Я считаю, что рынок будет падать. Я также предсказывал это и в прошлом (и в позапрошлом, etc.) году, но всякий раз оказывался неправ».

Был бы сторонним наблюдателем, непременно б задался вопросом: ежели «экспертный» прогноз действительно столь ценен, а его вероятность оказаться точным столь высока, зачем им со мной столь охотно делятся наперед? Экспертам столь крупного калибра греть бы кости в южных странах под солнцем, а не уговаривать вас обновить ежегодную подписку на их прогнозы, сколь «ценными» они бы были.

Стало быть, старайтесь не управлять своими деньгами, если они у вас, конечно, есть, полагаясь исключительно на прогнозы трудно поддающихся прогнозированию рыночных трендов от пестрой братии рыночных шарлатанов. В одном из январских номеров 93-го, опубликованном The Wall Street Journal, увы, ныне покойный Д. К. Гэлбрейт уместно заметил: «Существует два вида прогнозистов: те, кто не знают, и те, кто не знают, что они не знают». Мы не меняемся. Рынок неэффективен, да простит меня Юджин Фама, подвержен эмоциям и процветает на неопределенности. Последняя – суть его бытия. В рассуждении сего сосредоточьтесь на познании познаваемого – лучше знать много о немногом, чем немного обо всем. ИМХО.

Если же все-таки захотите знать, каким будет 2015, спросите у ясеня. Или у дождя. Лично я знаю – он будет таким же, как и 2014, за исключением тех случаев, когда он таким не будет. Об ином и думать не хочется. ■

⁵ Облигации с рейтингом BB или Ba и ниже по классификации Standard and Poor's и Moody's соответственно