

**Саймон Вайн**

# **ИНВЕСТИЦИИ И ТРЕЙДИНГ**

**Формирование  
индивидуального подхода  
к принятию инвестиционных решений**

2-е издание,  
исправленное и дополненное



Москва  
2010

[>>>](http://kniga.biz.ua) Купить книгу на сайте [kniga.biz.ua](http://kniga.biz.ua)

УДК 330.322  
ББК 65.262.1  
В12

Редактор П. Суворова

**Вайн С.**

**В12** Инвестиции и трейдинг: Формирование индивидуального подхода к принятию инвестиционных решений / Саймон Вайн. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: Альпина Паблишерз, 2010. — 643 с.

ISBN 978-5-9614-1266-6

Финансовый рынок — это информационные джунгли с постоянно возникающими опасностями, возможностями, заблуждениями и открытиями. Как увеличить шансы на выживание и получение прибыли? На какие методы анализа можно полагаться? Какие риски приемлемы? Какие стратегии вероятнее всего приведут к успеху?

Книга Саймона Вайна, управляющего директора Альфа-Банка, отвечает на эти вопросы и позволяет читателю сформировать индивидуальный стиль трейдинга. Автор критически переосмысливает общепринятые постулаты финансовой теории и показывает, как она работает на практике. Во втором издании, исправленном и дополненном, автор дает анализ ситуации, возникшей на финансовых рынках в связи с кризисом 2007–2009 гг.

Книга адресована трейдерам и инвесторам, которые работают на рынках акций, облигаций, валют и производных инструментов.

УДК 330.322  
ББК 65.262.1

*Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования, без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу [lib@alpinabook.ru](mailto:lib@alpinabook.ru).*

ISBN 978-5-9614-1266-6

© Вайн Саймон, 2006, 2010, с изменениями  
© ООО «Альпина Паблишерз», 2010

**Купить книгу на сайте [kniga.biz.ua](http://kniga.biz.ua) >>>**

---

# СОДЕРЖАНИЕ

---

Введение.....	11
---------------	----

## **Часть I**

<b>СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ МЕТОДОВ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ РЫНКА .....</b>	<b>17</b>
---	-----------

<i>Глава 1.1.</i> Финансовая теория и фундаментальный анализ .....	25
--	----

1. Проблемы теории фундаментального анализа..... 25
2. Проблемы теорий, господствующих в сфере финансов..... 32
3. Проблемы моделирования..... 48
4. Проблемы фундаментального анализа,  
связанные с общими вопросами  
методологии и ожиданий..... 73
5. Выводы: проблемы фундаментального анализа  
и оптимизация его использования ..... 79

<i>Глава 1.2.</i> Технический анализ.....	82
---	----

1. Объяснение понятий технического анализа  
с точки зрения фундаментального аналитика ..... 82
2. Прогнозирование поведения рынков  
(на основании вышеизложенного материала)..... 88
3. Выводы: возможности технического анализа..... 89

<i>Глава 1.3.</i> Анализ ликвидности .....	91
--	----

1. Характеристика ликвидности как фактора,  
влияющего на цены рыночных активов..... 91
2. Факторы, определяющие ликвидность ..... 93
3. Влияние уровня волатильности рынков на ликвидность... 101
4. Отражение взаимодействия финансовых потоков  
на графиках динамики цен при техническом анализе..... 102
5. Практическое применение концепции ликвидности  
для объяснения поведения рынков..... 102
6. Выводы: значение анализа ликвидности  
для прогнозирования цен активов..... 104

<i>Глава 1.4.</i>	Сравнение эффективности фундаментального и технического анализа.....	106
1.	Сравнение эффективности фундаментального и технического анализа для прогнозирования цен .....	106
2.	Практические аспекты взаимодействия разных типов анализа .....	110
3.	Возможные схемы взаимодействия разных подходов к инвестициям .....	113

## **Часть II**

### **ПСИХОЛОГИЯ ИНВЕСТОРОВ .....**

<i>Глава 2.1.</i>	Поведенческие финансы о предпосылках, заложенных в сознании людей.....	121
1.	Познавательный диссонанс .....	121
2.	Первоначально выявленные эвристики и отклонения.....	122
3.	Эвристики и отклонения, выявленные позже.....	129
<i>Глава 2.2.</i>	Теория возможностей (Prospect Theory).....	135
<i>Глава 2.3.</i>	Классификация причин нерационального поведения.....	145
<i>Глава 2.4.</i>	Использование выводов теории поведенческих финансов для объяснения поведения инвесторов .....	147
1.	Практические аспекты теории поведенческих финансов .....	147
2.	Использование теории поведенческих финансов для повышения эффективности инвестирования.....	148
3.	Отклонение из-за позитивной реакции на неопределенность.....	153
4.	Экспериментально подтвержденные особенности поведения инвесторов на рынке.....	156
5.	Взаимосвязь фактора ликвидности и психологии рынков.....	158
<i>Глава 2.5.</i>	Категории, обсуждаемые в контексте торговли .....	162
1.	Риск .....	162
2.	Удача .....	167
3.	Опыт, знание истории и рациональность .....	172
4.	Прогнозирование.....	177
5.	Психологические «комплексы», полезные для успеха .....	179

**Часть III****РЫНКИ И КРИЗИС 2007–2009 гг. .... 181****Глава 3.1. Лекция по истории кризиса 2007–2009 гг. .... 186**

1. Предпосылки возникновения кризиса..... 186
2. Причины кризиса недвижимости..... 189
3. Краткая хронология кризиса..... 191
4. Взаимодействия рынков в период с начала 2007 г.  
до осени 2008 г. .... 198
5. Было ли наступление кризиса очевидным? ..... 205
6. Некоторые обобщения о поведении рынка  
во время кризиса ..... 207
7. Некоторые исторические аналогии..... 208

**Глава 3.2. Основные характеристики кризисов прошлого..... 211**

1. Первые кризисы эпохи капитализма ..... 211
2. Выводы из кризисов ..... 213
3. Вечная проблема ..... 218

**Глава 3.3. Возможные уроки кризиса для пользователей  
финансовых теорий..... 220**

1. Возможные уроки кризиса для анализа информации..... 220
2. Возможные уроки кризиса для анализа ликвидности..... 224
3. Недостатки финансовых теорий..... 225

**Глава 3.4. Влияние кризиса на разные рынки ..... 230**

1. Влияние кризиса на рынки акций..... 230
2. Возможные уроки кризиса для работы  
на рынках облигаций ..... 236
3. Особенности функционирования рынка валют  
развивающихся стран..... 250
4. Некоторые аспекты функционирования компаний  
и инвесторов в моменты кризисов..... 254

**Глава 3.5. Модель циклов рынка ..... 259**

1. Краткое описание модели цикла рынка ..... 259
2. Основные элементы модели ..... 260
3. Циклы рынка ..... 269

**Часть IV****БАЗОВЫЕ КОНЦЕПЦИИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ..... 277****Глава 4.1. Подготовка к торговле..... 279**

1. Бизнес-план ..... 279
2. Подготовка к торговле новым активом,  
инструментом или с новым контрагентом ..... 281

<i>Глава 4.2.</i>	Управление денежными ресурсами.....	285
1.	Измерение результатов.....	285
2.	Структурирование позиций.....	290
<i>Глава 4.3.</i>	Риск-менеджмент .....	303
1.	Типы рисков и общие соображения.....	303
2.	Риск-менеджмент.....	304

## **Часть V**

### **ОПЦИОНЫ .....**

<i>Глава 5.1.</i>	Основные понятия опционов.....	319
1.	Ключевые термины.....	319
2.	Стили опционов.....	329
3.	Графики опционов.....	330
4.	Типы опционов в зависимости от соотношения текущей цены базового актива и цены исполнения.....	337
5.	Базовые опционные стратегии .....	341
6.	Термины, используемые в торговле.....	347
7.	Сложные опционные стратегии.....	352
8.	Терминология, используемая при торговле спредами и диапазонными форвардами .....	358
<i>Глава 5.2.</i>	Параметры риска опционов.....	360
1.	Допуски в моделях расчетов премии опционов.....	360
2.	Дельта.....	363
3.	Волатильность.....	369
4.	Вега.....	381
5.	Тета.....	386
6.	Гамма .....	394
7.	Влияние процентных ставок на расчет цен опционов и опционных стратегий. Ро. Американские и европейские опционы.....	399
<i>Глава 5.3.</i>	Динамическое хеджирование опционов .....	408
1.	Базовые принципы хеджирования.....	408
2.	Динамическое хеджирование стратегий .....	410

## **Часть VI**

### **ОПЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ В НАПРАВЛЕННОЙ ТОРГОВЛЕ.....**

<i>Глава 6.1.</i>	Минимальный объем знаний, обязательный для пользователей опционов.....	417
1.	Как сделать приблизительный расчет цены опциона? .....	418

2. Понимание изменения стоимости	
портфеля опционов во времени .....	423
3. О чем должен помнить каждый пользователь опционов...	425
<b>Глава 6.2. Осмысление достоинств и недостатков</b>	
распространенных стратегий .....	436
1. Колл и пут, «покрытые» стратегии .....	436
2. Вертикальный спред .....	442
3. Горизонтальный спред .....	445
4. Стрэдл .....	447
5. Стрэнгл .....	448
6. Диапазонный форвард .....	449
7. «Альбатрос» .....	451
8. Пропорциональный спред .....	452
9. Поведение синтетических опционов .....	457
10. Поведение вертикальных спредов и частично закрытых	
«бабочек», поэтапное вхождение в позиции (legging) .....	458
11. Короткий пропорциональный вертикальный спред	
и бэк-спред .....	460
12. «Горизонтальная бабочка» .....	461
13. Прочие стратегии .....	462
<b>Глава 6.3. Защита и развитие успеха</b>	
опционных стратегий, не захеджированных	
базовым активом .....	463
1. Подготовительный этап выбора стратегии .....	464
2. Три ключевых принципа инвестирования	
в незахеджированные позиции .....	466
3. Определение «переносов» .....	467
4. Стратегии «защиты» и «нападения» .....	469
5. Принципы работы с пропорциональными спредами .....	475
6. Психологические аспекты работы со спредами .....	481
<b>Глава 6.4. Стратегии с использованием процентных ставок .....</b>	<b>483</b>
1. Влияние ставок РЕПО/дивидендов	
на премию опционов .....	483
2. Влияние изменений форвардных ставок	
на дельту опциона .....	484
3. Влияние изменений процентных ставок	
на цену опционов .....	485
4. Опционы американского стиля .....	488
<b>Глава 6.5. Торговля однодневными</b>	
опционами .....	491
<b>Глава 6.6. Торговля опционами на один базовый актив .....</b>	<b>493</b>
1. Комментарий ситуации на рынке золота .....	493

2. Взаимодействие компонентов опционного ценообразования на рынке золота в 2006 г. .... 495
3. Возможные заблуждения при торговле опционами на примере опционов на золото..... 497

## **Часть VII**

### **СТРАТЕГИИ ХЕДЖИРОВАНИЯ ПОРТФЕЛЯ, СОСТОЯЩЕГО ИЗ БАЗОВЫХ АКТИВОВ ..... 501**

#### *Глава 7.1. Базовые концепции хеджирования ..... 503*

1. Цели хеджирования ..... 503
2. Базовые альтернативы хеджирования ..... 504
3. Выбор срока и цены исполнения для хеджирования ..... 507

#### *Глава 7.2. Стратегии хеджирования ..... 508*

1. Участвующий форвард ..... 508
2. Knockin форвард ..... 509
3. Диапазонный форвард ..... 509
4. Спред ..... 511
5. «Альбатрос» ..... 511
6. Продажа «покрытых» опционов..... 512
7. Продажа reverse knockin колл..... 514
8. Покупка долгосрочных опционов reverse knockout ..... 515
9. Многоставочный форвард (Resetting forward) ..... 515

#### *Глава 7.3. Хеджирование форвардными контрактами и кризис 2007–2009 гг. .... 517*

1. Расчет стоимости форвардных контрактов..... 517
2. Ситуация на форвардном рынке в конце 2008 — начале 2009 г. .... 518
3. Дилеммы казначейств и инвесторов ..... 518
4. Последствия, вызванные изменением условий доступа иностранных инвесторов к местному рынку ..... 521
5. Пример анализа составляющих факторов убытков на форвардных контрактах осенью 2008 г. .... 523

## **Часть VIII**

### **ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА В ТОРГОВЛЕ И ИНВЕСТИЦИЯХ ..... 525**

#### *Глава 8.1. Комментарии к техническому анализу ..... 527*

1. Общие соображения..... 527
2. Тенденции и каналы ..... 530
3. Скользящие средние ..... 532



4. Методы выстраивания точек отсчета .....	534
5. Взвешивание.....	539
6. Измерители силы тенденции цен, осцилляторы .....	542
7. Конфигурации разворота.....	548
8. Точки разворота.....	550
9. Параболический стоп-аут (parabolic).....	552
10. Конфигурации продолжения .....	553
11. Волны Эллиотта .....	556
12. Японские свечи .....	583
<i>Глава 8.2. Сценарии поведения рынка</i>	
и опционы .....	585
1. Использование опционов как основной позиции .....	585
2. Использование опционов в дополнение к основной позиции в базовом активе.....	587
3. Торговля посредством поэтапного вхождения .....	588
<i>Глава 8.3. Торговля на технических</i>	
<i>конфигурациях с помощью</i>	
<i>опционов .....</i>	<i>590</i>
1. Конфигурации, основанные на диапазоне цен.....	590
2. Конфигурации разворотов .....	592
3. Быстрая тенденция.....	597
4. Опционные стратегии, основанные на волнах Эллиотта .....	598
Заключение.....	601
Литература.....	607
Приложение. Краткое описание критерия Келли .....	623
Термины и определения.....	628
Предметный указатель .....	637

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](#)

---

# ВВЕДЕНИЕ

---

Рынок ценных бумаг — это своего рода информационные джунгли. Мнения его участников самым причудливым образом переплетаются и меняются, теории строятся на зыбкой почве предположений и часто вводят в заблуждение, а информация порой оказывается неверной или неправильно интерпретируется. На финансовом рынке, как и в настоящих джунглях, в одном случае можно оказаться победителем, а в другом — жертвой. Вопрос о том, кто же вы на самом деле — охотник или добыча, будет преследовать вас постоянно. Если подобное вступление вас не напугало и не охладило вашего желания преуспеть на рынке инвестиций — добро пожаловать в ряды многомиллионной армии охотников за прибылью!

Не заблуждайтесь, уважаемый читатель: вряд ли вы окажетесь умнее, талантливее, образованнее или удачливее многих других участников рынка. Как правило, на нем в конечном итоге преуспевают те, в ком оптимально сочетаются все эти качества. Перед теми же, кто только вступает на этот путь, стоит задача элементарно выжить, хотя, признаться, в информационных джунглях шансы новичков на выживание невелики. В условиях растущего рынка покупатель может получить прибыль сравнительно легко и поэтому иногда преисполняется уверенности в своем таланте, не делая при этом выводов из допущенных ошибок.

Хотите узнать, как зарабатывают другие, чтобы научиться это делать самостоятельно? На взгляд автора, широко известная фраза «На Уолл-стрит все говорят что хотят... все равно друг друга никто не слушает» не совсем верна, поскольку мало кто из участников рынка может толком объяснить, за счет чего ему удалось заработать; в большинстве случаев люди или бахвалятся своими успехами, или изливают душу своему собеседнику. Успешные трейдеры, как правило, весьма лаконично описывают идею, ставшую основой удачной сделки, и из их повествования сложно почерпнуть какие-либо рекомендации. Проигравшие же, напротив, подробно и эмоционально рассказывают о некой пришедшей им в голову «отличной» идее; о дополнительных аспектах, учтенных ими при входе в сделку; о последующем «неправильном» поведении рынка; о том, что они оказались умнее тех, кто поздно осознал свою ошибку или вообще не учел тех или иных обстоятельств; а также о том, как им не повезло... Особенно печально

слушать рассказы неудачников, утверждающих, что они приняли во внимание буквально все аспекты сделки. Неужели сам факт финансовых потерь не убеждает таких людей в том, что им удалось учесть далеко не все?! Однако пространные самооправдания проигравших, равно как и краткие реляции победителей, как правило, не помогают инвестору ни делать свои первые шаги на рынке, ни совершенствовать приобретенные навыки.

Возможно, уважаемый начинающий или опытный инвестор искренне верит в то, что ему удастся зарабатывать благодаря правильно сделанному им прогнозу рынка? Уверен, что есть и такие (особенно если эти люди имеют доступ к секретной информации). Однако зачастую инсайдер, даже заранее информированный о каком-либо важном для рынка событии, впоследствии с удивлением обнаруживает, что упустил одно или несколько существенных движений рынка.

Не согласны? В таком случае приведем в качестве примера историю банкротства фонда Long-Term Capital Management (LTCM), произошедшего в 1998 г. По иронии судьбы, в нем работали два лауреата Нобелевской премии! В качестве одной из причин краха компании они привели тот факт, что не учли корреляцию различных рынков — фактор, казалось бы, давно существующий и широко известный. Однако в данном случае, по их словам, поведение рынка превзошло все «разумные» ожидания. «Рынки могут оставаться иррациональными в течение гораздо большего времени, чем инвесторы — ликвидными», — сказал однажды Мейнард Кейнс как раз о подобных случаях. Напрашивается пессимистичный вывод: всех факторов учесть невозможно, даже если в компании работают нобелевские лауреаты, что подтвердила история банкротства фонда LTCM.

Продолжим тему свойственных инвесторам заблуждений и ошибок. Недавно несколько профессионалов поделились с автором своими наблюдениями за работой специалистов по продажам банковских услуг, и одна история показалась ему весьма поучительной. Некий банк разработал новый сложный продукт. Из двух специалистов по продажам, прошедших обучение в связи с его использованием, один прекрасно понял суть продукта и специфику его ценообразования, а другой решил, что эта тема слишком сложна для его понимания. Первый специалист на вопрос клиентов о том, почему продукт стоит так «дорого» (покупатели всегда возмущаются его дороговизной, а продавцы — дешевизной!), давал пространное описание процесса ценообразования. Второй возмущался такой постановкой вопроса и отвечал, что ему тоже необходимо зарабатывать. Парадокс ситуации заключался в том, что в следующие полгода первый специалист не преуспел в продажах, в то время как работа второго оказалась весьма эффективной.

Видимо, причину такого положения дел следует искать в том, что для покупателей — инвесторов и трейдеров — была не важна суть продукта. По большому счету, они имели о нем весьма смутное представление. Напрашивается вопрос: можно ли считать этих людей некомпетентными? Безусловно, нет — ведь деньги-то они заработали! За отсутствие понимания

предмета можно осудить преподавателя, а результат работы инвестора лишь косвенно зависит от его знаний.

Эта история подводит нас к вопросу о том, какими качествами необходимо обладать для того, чтобы заработать деньги на рынке, однако на него вряд ли можно дать однозначный ответ, поскольку преобладающую роль в достижении успеха играют личность инвестора и его собственный подход к рынку. Автор не ставил перед собой цель изложить в этой книге концепцию, которая позволила бы инвестору принимать правильные решения, да он и не верит в существование универсальных рекомендаций. Его основная задача гораздо скромнее: помочь читателям уменьшить число собственных ошибок.

Этой цели можно достичь только путем анализа многих заблуждений, прививаемых нам популярными теориями и лежащих в основе рыночного мышления. Дело не в том, что эти теории неверны, просто зачастую они тестируются на временном промежутке, который в несколько раз превосходит среднюю продолжительность жизни трейдера. Иногда те или иные теории признаются неправильными, но и в этом случае их авторы не несут ответственность за ваши результаты!

Даже если эта книга лишь предоставит читателю аргументы для переосмысления некоторых своих заблуждений, автор посчитает свою задачу выполненной, но ему будет приятно вдвойне, если специалисты воспользуются содержащимися в ней практическими рекомендациями. Они целенаправленно служат решению одной задачи: помочь трейдеру усовершенствовать навыки структурирования позиций и технику инвестирования в целом. По мнению автора, именно владение *техникой* анализа и трейдинга позволяет добиваться хороших результатов. Конечно, трейдер вряд ли состоится как профессионал без удачи и интуиции, однако эти составляющие — вовсе не синонимы понятий «знания» или «способность правильно прогнозировать».

Интуиция — это, на взгляд автора, способность выделять из «знания» ключевые моменты, необходимые для принятия инвестиционного решения. Опыт развивает интуицию, а владение техникой анализа рынка и трейдинга позволяет инвестору достичь такого уровня профессионализма, когда число правильных решений, принятых им, начинает превалировать.

Итак, вторая задача этой книги — оказание помощи инвесторам/трейдерам в переоценке своих знаний и методов. Наконец, целью более высокого уровня является содействие инвесторам в создании собственной модели принятия инвестиционных решений.

Для достижения этих целей автор предлагает анализ элементов, используемых в принятии инвестиционных решений. Затем обсуждаются принципы управления портфелями и, наконец, альтернативы их реализации на базе мало описанных опционных стратегий.

Автор признателен за рекомендации академику А.Г. Аганбегяну, профессорам О.Д. Проценко, А.Н. Буренину, Б.И. Алехину, кандидату экономических наук А.Е. Абрамову, а также Ф.М. Гальперину и Г.Р. Иоффе.

Особую благодарность он выражает профессору А. М. Волкову за ценные советы, а также хотел бы особо отметить помощь в вопросах, связанных с совершенствованием структуры книги и отработкой концепций, оказанную ему профессором М. Я. Миркиным.

\* \* \*

Вспомним общеизвестный трюизм: чтобы зарабатывать на финансовых рынках, нужно дешево покупать и дорого продавать. Однако все не так просто... Как говорил один эмигрант: «Я переехал в Америку, потому что слышал, что там деньги на дороге валяются. Приехал... И правда! Только вот я спину себе надорвал, пробуя их поднять». По аналогии можно сказать, что на финансовых рынках тоже «валяются деньги», только для того, чтобы их поднять, требуются и знания, и удача, и большой труд. Автор надеется, дорогие читатели, что книга, которую вы держите в руках, поможет вам решить эту нелегкую задачу и преуспеть!

*Книга посвящается моему отцу,  
Александру Семеновичу Вайну*

[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](#)



***Часть I***

---

# **СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ МЕТОДОВ ПРОГНОЗИРОВАНИЯ РЫНКА**

---

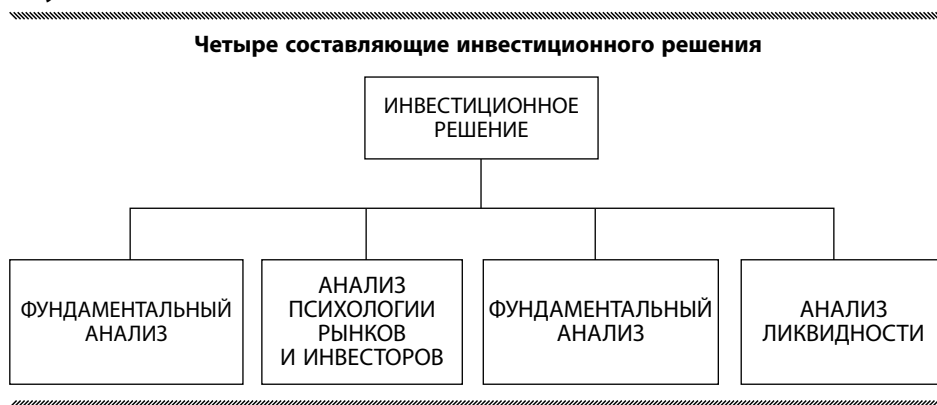
[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](#)

**К**ак уже упоминалось во введении, в качестве одной из основных целей этой книги автор ставит оказание помощи инвесторам/трейдерам в переоценке своих знаний и методов. Задачей более высокого уровня является содействие инвесторам в создании собственной модели принятия инвестиционных решений.

К сожалению, первую цель нельзя достичь без анализа устоявшихся представлений, поэтому автор просит читателя оказать ему помощь и вдумчиво и критически относиться к любой из высказанных в книге точек зрения.

Для решения второй задачи в первых двух частях книги рассматриваются разные составляющие принятия инвестиционных решений (рисунок 1.1). Следует отметить, что ни их анализ, ни выводы, сделанные на его основе, не укладываются в академический стандарт, базирующийся на причинно-следственной связи между наблюдениями, выводами и предлагаемыми методами.

**Рисунок 1.1**



Этот момент важен, поскольку наше обучение до момента прихода на финансовые рынки основано на академическом, иерархичном подходе, в основе которого лежат некие устойчивые взаимосвязи. Большинство людей считают его весьма комфортным применительно к анализу как жизненных, так и профессиональных ситуаций, однако, когда речь идет об инвестициях, от такого подхода, скорее всего, нужно отказаться. Мы предполагаем, что мышление инвесторов лучше описывается термином «итерационный процессинг», так как инвестор готовит решения на базе четырех разных методов анализа, каждый из которых в тот или иной период превалирует над другими, но никогда не бывает самодостаточным. Таким образом, мышлению успешных инвесторов менее свойствен си-

стемный и углубленный анализ одной из областей, оно, напротив, скорее носит характер итеративного перебора всевозможных факторов.

Может быть, кому-то данный вывод покажется очевидным, но последствия принятия читателем этого утверждения весьма значительны. Например, он должен осознанно переоценить эффективность общепринятых аксиом типа «рост процентных ставок ведет к падению рынка акций» или «падение инфляции всегда положительно влияет на экономику» и, таким образом, совершить первый шаг на пути формирования нового, собственного подхода к рынку.

Чтобы облегчить инвестору процесс модернизации своих методов, мы предлагаем анализ четырех подходов, на основании которых принимаются решения. Рекомендации, выработанные на базе проведенного анализа, представляют собой возможные пути совместного использования рассмотренных подходов. Именно *пути*, а не *алгоритмы* взаимодействия, как следовало бы из привычного иерархичного подхода к анализу.

Таким образом, мы надеемся, что первые две части книги послужат для читателя стимулом к тому, чтобы критически переосмыслить свой стиль инвестирования, и предоставят ряд общих принципов и возможных моделей, оптимизирующих принятие им инвестиционных решений и управление рыночными позициями.

*Вы должны обладать комбинацией навыков психолога и предсказателя новостей, чтобы преуспеть на рынках<sup>1</sup>.*

**Р**ешения купить и продать любой актив принимаются на основе определенных методов анализа. В связи с этим одним из самых дискуссионных вопросов для участников рынка становится проблема взаимодействия двух видов анализа — фундаментального и технического. Первый базируется на исследовании всей доступной информации по рассматриваемому объекту, а второй основывается на графиках исторического поведения цен. Сторонники фундаментального анализа систематизируют известную информацию и на этой основе создают модели поведения объекта, позволяющие делать прогнозы. Технические аналитики изучают конфигурации на графиках цен и создают сценарии поведения, зачастую не зная, какой актив анализируют, так как теоретически сочетание конфигураций должно приводить к одним и тем же прогнозам независимо от актива.

Приверженцев фундаментального анализа гораздо больше тех, кто предпочитает технический. Возможно, это объясняется психологическим комфортом, который дает фундаментальный анализ, поскольку чем больше мы знаем об объекте анализа, тем нам спокойнее. Напротив, наделение «картинок» способностью предсказывать выглядит как дилетантство. Тех, кто относится к техническому анализу скептически, не смущает, что этот метод используется уже несколько столетий и что существуют две независимые школы технического анализа — европейско-американская и японская. Вряд ли подобное «долгожительство» было бы возможно, если бы они не представляли никакой практической ценности.

Парадокс в разнице восприятия методов налицо, ведь обе концепции в равной мере основываются на предположении о возможности предсказать поведение анализируемого субъекта. Вспомним известное выражение: «Тяжело прогнозировать... особенно будущее», напоминающее о том, что любой метод прогнозирования сопряжен со значительным риском, и в связи с этим нам следует непредвзято рассмотреть вопрос о том, какими преимуществами и недостатками обладает как фундаментальный, так и технический анализ.

Эффективность результатов прогнозирования рынков разными школами сложно сравнивать, и не в последнюю очередь ввиду отсутствия общепринятого деления факторов на технические и фундаментальные, что изначально делает попытки сравнения не совсем корректными. Из всех «сложно классифицируемых» факторов, влияющих на поведение цен, самым

---

<sup>1</sup> *Sperandeo V. Trader VicII — Principles of Professional Speculation. John Wiley & Sons, Inc. 1994, p. 208.*

значимым является ликвидность, т.е. потоки финансовых ресурсов на рынке. Анализ ликвидности, находящийся на перекрестке фундаментального и технического анализа, не воспринимается большинством аналитиков как самостоятельный тип. Некоторые вообще рассматривают его как результат процесса анализа. Возможно, этот подход также логичен, поскольку обоснованием для покупки или продажи могут быть заключения, сделанные на основе как фундаментального, так и технического анализа, а вот насколько они убедительны, показывает *объем* движения денег — ликвидность.

Мы все же считаем, что анализ ликвидности, хотя и находится на перекрестке фундаментального и технического анализа, не является их составным элементом. Вопреки мнению большинства аналитиков, мы рассматриваем его как самостоятельный подход к анализу рынка. Если ресурсов много, а активов мало, то цены последних увеличиваются. «Цены растут, поскольку покупателей больше, чем продавцов» — такое классическое ироничное объяснение их «беспричинного» роста обычно дают на Уолл-стрит. Это утверждение отражает независимую роль анализа ликвидности в прогнозировании поведения цен. Инвесторы и трейдеры постоянно отслеживают такие факторы, как количество открытых контрактов на биржах. Они неизменно интересуются тем, появились ли на рынке новые деньги. Вопросы об их происхождении («русские» они или «западные», пенсионные или фондовые) направлены на выявление «сильных» и «слабых» рук рынка, т.е. устойчивости тенденции (тренда). Даже будучи уверенными в фундаментальных факторах, воздействующих на рынок, с помощью анализа ликвидности инвесторы надеются получить ответ на вопрос о силе и продолжительности тренда.

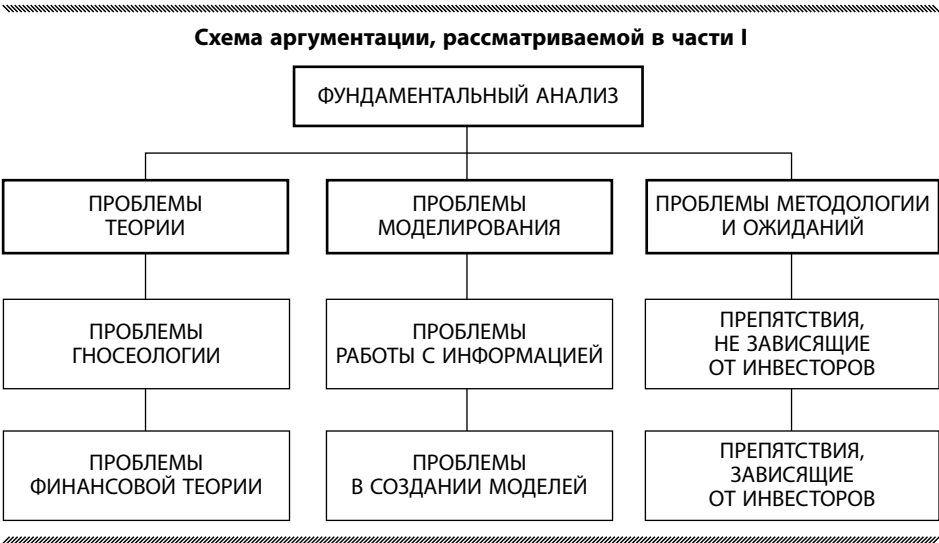
Выделив анализ ликвидности в отдельную категорию, мы упрощаем сравнение достоинств теперь уже трех методов анализа (фундаментального, технического и анализа ликвидности). Для выявления сильных и слабых сторон каждого метода в разных ситуациях попробуем воссоздать примерную картину функционирования рынка в целом. Для этого опишем типы участников; критически рассмотрим методы, используемые «фундаменталистами» на нескольких рынках для прогнозирования; сопоставим внутреннюю логику, лежащую в основе фундаментального и технического анализа, и, наконец, обсудим факторы, от которых зависит ликвидность, и как они отражаются на исторических графиках.

Автор не ставит перед собой цель подробно описать каждую из данных тем. Его задача — приоткрыть завесу над взаимосвязями, свидетелями которых становятся участники рынка. Эта завеса — общепринятые понятия и концепции, которыми пользуются при описании рыночной стихии. Многие из этих трюизмов не столько описывают, сколько упрощают и искажают реальность. Нам представляется, что практик не может оперировать фактами, базируясь на привнесенных извне концепциях. Он обязан самостоятельно перепроверить принципы, освоенные при чтении учебников, а также заключения рыночных аналитиков. Автор ставит своей целью пред-

ложить читателю еще раз переосмыслить совокупность имеющихся у него знаний и консолидировать практические наблюдения.

Приступая к обсуждению фундаментального анализа, предлагаем схему, отражающую логическое построение этой части книги (рисунок 1.2).

Рисунок 1.2



[Купить книгу на сайте kniga.biz.ua >>>](#)



## Глава 1.1

---

# ФИНАНСОВАЯ ТЕОРИЯ И ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

---

## 1. Проблемы теории фундаментального анализа

### Проблемы гносеологии<sup>1</sup>: познание на финансовых рынках и теория «бум — крах» Джорджа Сороса

Рынок можно рассматривать как информационную среду. Информация — один из основных элементов инвестиционного процесса на стадии поиска возможностей, обоснования решений и тестирования идей. «Принятие инвестиционного решения похоже на формулирование научной гипотезы и представление ее на суд практики»<sup>2</sup>. Как оптимизировать процесс принятия решения и сделать его более дисциплинированным? Как тестирование предположений о поведении рынка на практике должно уточнить подход и сами гипотезы? Эти вопросы подспудно задает себе каждый участник рынка.

В финансовой литературе, за редким исключением, не встречаются попытки оптимизации мыслительных процессов. «Интеллектуальные навыки, направленные на понимание хода социальных, политических и экономических событий, заменяются реакцией на ускоряющийся процесс мигания биржевых экранов»<sup>3</sup>. Инвесторам же, которые оказались вынужденными разрабатывать собственный подход к процессу изучения и оценки информации для принятия инвестиционных решений, особенно хорошо известна модель, которую предложил философ-постпозитивист Карл Поппер. Она получила название дедуктивно-номологической (Д-Н) и состоит из трех звеньев: конкретных изначальных условий, конкретных

---

<sup>1</sup> Гносеология — одно из направлений философии, посвященное теории познания.

<sup>2</sup> Soros G. The Alchemy of Finance. John Wiley and Sons, Inc.

<sup>3</sup> Jones P. T., forward in Soros G. The Alchemy of Finance. John Wiley and Sons, Inc.

конечных условий и универсального обобщения. При наличии исходных условий и обобщения эта модель позволяет делать прогноз, а протестировать обобщение позволит окончательный результат. Таким образом, круг замыкается, и мы получаем рабочую модель, годную, например, для инвестиций.

Однако нобелевский лауреат в области экономики Ф. Хайек, который разделял многие взгляды К. Поппера<sup>1</sup>, считал, что Д-Н-модель неприменима к анализу социально-экономической сферы, поскольку многие социальные явления представляют собой самоорганизующиеся сложные структуры. Для объяснения сложных феноменов Хайек предложил свой подход, который заключается в следующем:

- 1) многие изучаемые экономистами феномены сложны;
- 2) базируясь на сложных феноменах, невозможно получить точные предсказания;
- 3) экономистам вместо теоретизирования о сложных феноменах и прогнозирования лучше давать объяснения принципам и устойчивым конфигурациям (patterns).

Вывод Хайека таков: «То, что мы знаем в экономической науке, гораздо меньше того, к чему мы стремимся». Более того, он считал, что прогресс знаний приводит к меньшей фальсифицируемости (способности опровергать и улучшать) теорий<sup>2</sup>. Например, новые экономические учения включаются в устоявшуюся теорию в виде частных случаев, но ввиду значительного числа подобных частных случаев сама изначальная теория становится менее фальсифицируемой (оптимизируемой). *Результаты прогнозов, основанных на теории, вызывают меньшее доверие.* В каком-то смысле развитие науки подчеркивает ограниченность нашего знания. Нам кажется, что этот вывод в значительной мере подтверждается в инвестиционной практике, когда для составления прогнозов используются разные подходы экономической теории, в результате чего часто получаются весьма противоречивые результаты.

Другой лауреат Нобелевской премии в области экономики, Дж. Стиглиц, тоже сделал вывод о том, что экономика лучше объясняется эволюционными процессами, внезапными событиями и моделями, чем равновесием. При этом «нет причин верить, что эволюционные процессы являются «оптимальными»<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Caldwell Br. Popper and Hayek: Who Influenced Whom? Presentation at Karl Popper, 2002.

<sup>2</sup> Caldwell Br. Hayek: Right for the Wrong Reasons? Похожий вывод сделал Р. Бэксаус в Truth and Progress in Economic Knowledge, утверждая, что, вопреки огромному росту компьютерных возможностей и развитию сверхсложных статистических методов, результаты эмпирического прогресса в экономике хуже ожидавшихся.

<sup>3</sup> Stiglitz J. E. Information and the Change in the Paradigm in Economics. Nobel Prize Lecture, December 8, 2001.

Дж. Сорос предлагает свое объяснение низкой эффективности прогнозирования на базе экономической науки. «Научный метод создан для работы с фактами, но события, включающие думающих участников, зависят не только от фактов». Эта фраза отражает ключевое расхождение методологий Сороса и Поппера применительно к финансовым рынкам<sup>1</sup>. Демонстрацией несостоятельности использования в экономике методов познания, принятых в естественных науках, является парадокс Гейзенберга — известный в физике случай, когда причинно-следственная связь между природными явлениями зависит от поведения наблюдателя и потому не является объективной<sup>2</sup>. В соответствии с принципом неопределенности нельзя одновременно измерить импульс и координату частицы, так как наблюдатель и его оборудование привносят неопределенность в процесс измерения. Но даже этот редкий парадокс не отражает разницу между естественными и социальными науками, поскольку, чтобы параллель была полной, частицы должны быть «думающими». Поэтому утверждение Поппера о «единстве метода» изучения естественных и социальных наук не соответствует действительности.

Критикуя модель Д-Н, предложенную Поппером, Сорос отмечает, что, в отличие от процессов, происходящих в природе, человек обладает способностью принимать решения, поэтому при одних и тех же исходных данных достигаются абсолютно разные результаты экспериментов. Таким образом, несовершенное понимание людьми некоторых процессов не поддается анализу с помощью модели Поппера, а экономическая теория подменяет решение проблемы предположением, что участники имеют доступ ко всей информации. Однако этой подмены недостаточно, чтобы придать статус науки процессу познания в общественной сфере, так как в условиях отсутствия научного метода сам термин «общественные науки» можно сравнить с алхимией.

В силу несовершенства человеческого понимания сознание людей в большинстве случаев оторвано от реальности. Сорос подменяет понятие «несовершенное понимание» термином «отклонение» (*bias*, ниже также

---

<sup>1</sup> Еще более определенно высказался Ф. Найт, один из основателей Чикагской школы экономики, писавший за тридцать лет до К. Поппера: «Фундаментальная разница между животными и людьми заключается в том, что люди реагируют до того, как ситуации материализуются... Мы ощущаем мир до того, как реагируем на него; мы реагируем не на то, что ощущаем, а на то, что предполагаем». *Knight F. H. Risk, Profit, Uncertainty*. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921.

<sup>2</sup> При эмпирической проверке экономических моделей этот парадокс возникает постоянно; в случае неподтверждения прогноза событием появляется вопрос: является ли само событие аномалией или причина в том, что модель недостаточно хороша (*bad-model problem*). Например, если настроить используемую в сфере финансов модель САРМ на решение проблемы описания доходности малокапитализированных фирм, ее уже нельзя применить для описания доходности высококапитализированных компаний, и наоборот.

переводится как «предпочтение» и «предрасположенность»). Отклонение происходит в моменты несоответствия ожиданий результатам или ведущим к ним событиям. Понимание людей имеет два выражения: пассивное (познание) и активное (действие в результате познания). Это противоположные функции: в одной независимой переменной является познаваемая ситуация, а в другой — действия по ее изменению. В результате противодействия возможен только процесс постоянных изменений, но не равновесие.

Таким образом, создается схема развития, в которой ситуация меняет понимание, а оно, в свою очередь, влияет на ситуацию. Подобный цикл наводит на мысль, что история — это процесс исправления ошибок, появившихся в результате чьих-то «рациональных» действий, которые не выдержали тестирования реальной практикой.

Говоря об экономике, Сорос разделяет события на обыденные и уникальные и указывает: поскольку в первых отсутствует познавательная функция, это делает равновесие возможным. Однако в уникальных ситуациях обе функции работают одновременно, и поэтому равновесие становится движущейся целью. Экономическая теория, предполагающая равновесие, на самом деле исходит из отсутствия познавательной функции, т. е. полностью игнорирует «отклонение» участников.

На финансовых рынках такой подход приводит к серьезным недочетам, так как ввиду отсутствия абсолютного знания рынок постоянно колеблется, и равновесие является частным случаем. Так, на рынках акций теория равновесия исходит из того, что цена акции отражает или прибыль компании, или ее стоимость по отношению к аналогичным фирмам. Из такого подхода следует, что действия компании оказывают одностороннее влияние на курс акций. На деле многое из того, что ею предпринимается, направлено на его изменение. Получается, что цена акций не только отражает действия компаний, но и мотивирует их. Поэтому Сорос заменяет фразу «Рынок всегда прав», которая исходит из полноты доступной информации, на два утверждения:

- 1) рынки имеют предпочтение (bias) в одном или другом направлении;
- 2) рынки могут оказывать влияние на события, которые они ожидают.

Положительные предпочтения ведут к росту рынка, а отрицательные — к его падению<sup>1</sup>.

В дополнение к предпочтениям на рынке также существует базовая тенденция, например динамика прибыли компаний, которая, в свою очередь,

---

<sup>1</sup> Гилсон и Краакман отмечают, что для реализации этой рыночной предрасположенности необходимо, чтобы: 1) инвесторы имели некие предпочтения; 2) предпочтения большинства инвесторов совпадали (в противном случае они будут сбалансированы); 3) арбитражеры не могли сбалансировать рынок. *Gilson R. J., Kraakman R. The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias, Columbia Law and Economics Working Paper, No. 240, October 2003.*

имеет двухстороннюю связь с ценой акций. Когда тенденция совпадает с поведением цен на акции, она становится «самоускоряющейся», а когда расходится — «самокорректирующейся». Аналогичная ситуация возникает в том случае, когда речь идет о взаимоотношении предпочтения и цен на акции. Когда они совпадают, предпочтения можно назвать «позитивными», а когда расходятся — «негативными».

Исходя из этих соображений Сорос строит собственную модель поведения рынка. Для простоты сначала изложим ее сокращенную версию.

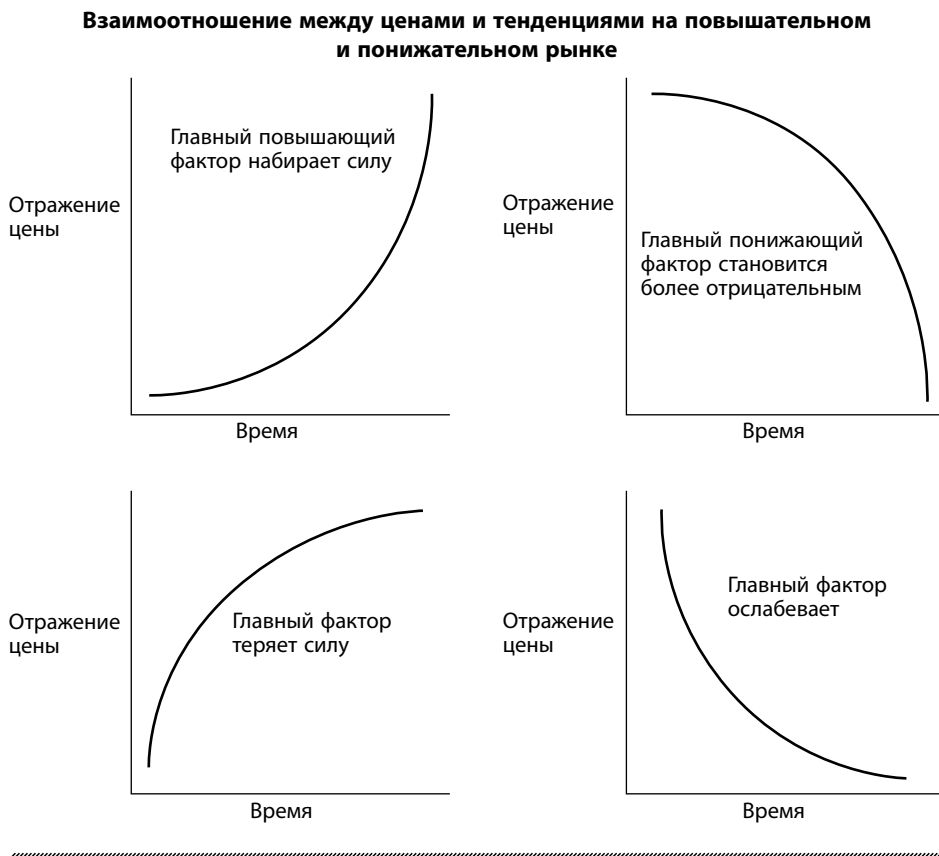
На первом этапе предпочтения и тенденция непонятны, и цены могут оказывать или не оказывать на нее влияние. Когда участники рынка начинают видеть тенденцию, цены двигаются быстрее или корректируются, при этом, возможно, коррекция изменяет ожидание направления тенденции. Если она продолжается, то ожидания начинают расти даже быстрее цен. В конце концов тенденция уже не успевает за ростом цен, ожидания меняются, и начинается коррекция. Так возникает цикл «взлет — падение», в терминологии Сороса — цикл «бум — крах» (boom/bast). При этом предпочтения частично отражаются на ценах, а частично — на тенденции (в нашем примере — на динамике прибыли), что демонстрируется расхождением в относительных изменениях цен по сравнению с относительным изменением тенденции.

К сожалению, она может быть основана не только на прибыли, но и на ряде других соображений, например размере дивидендов, которые влияют на движение рынка благодаря инвестиционным решениям, принимаемым на основе фундаментального анализа. Когда определение тенденции меняется, меняются и предпочтения. Если инвесторы ошибаются в прочтении тенденции, меняются и предпочтения. Более детализированный цикл «бум — крах», учитывающий эти соображения, состоит из следующих стадий: непризнанной тенденции, начальной стадии самоускоряющегося процесса, успешной проверки, растущей уверенности, появления расхождения между реальностью и ожиданиями, ошибочным прочтением тенденции, возникновения критической ситуации, самоускоряющегося процесса в обратном направлении.

Предложенная Соросом модель является динамичной и благодаря этому учитывает взаимодействие между ценами и тенденцией, отслеживаемой фундаментальными аналитиками. Но проблема последних заключается в том, что они используют упрощенную модель, не учитывающую предпочтений. В предлагаемых ими статических моделях тенденции определяют цены, как демонстрирует рисунок 1.3.

Продолжая обсуждение познавательного процесса, следует остановиться на вопросе, важном для практиков: что же считать «объективной», «научной» концепцией? «Моя логика исследования содержала теорию развития знания через попытки и ошибки, точнее, через устранение ошибок. А это значит — через дарвиновскую селекцию, через отбор, а вовсе не через ламарковскую методологию, то есть обучение» — так характеризует Карл Поппер свой

Рисунок 1.3



подход к познанию. При таком подходе «объективность» достигается путем обсуждения конкретного вопроса критическим количеством участников (interpreters). Они интерпретируют мнения путем открытого процесса осмысления и оценки некой сформулированной сообществом проблемы<sup>1</sup>. Казалось бы, именно так проходит и процесс ценообразования на финансовых рынках, где средством обсуждения выступает торговля на открытом рынке. Но при всей внешней схожести подход, который Поппер считал научным, Сорос и некоторые другие исследователи таковым не признают.

Обсуждение признаков разделения знания на научное и ненаучное является одной из ключевых тем философии по отношению к познанию в целом, а не только по отношению к экономической науке. Тагард, современник Поппера, говоря о признаках псевдонаучности, указывает, что существует два вида псевдонаучного «мышления» по принципу «похожести»:

<sup>1</sup> Fisher F. Beyond Empirism: Policy inquiry in Postpositivist Perspective. *Policy Studies Journal*, Vol. 26, No. 1 (Spring, 1998). Фейерабанд II. Против метода. [www.philosophy.nsc.ru/study/bibliotec/philosophy\\_of\\_science/feye/rabend/fayerabend.htm](http://www.philosophy.nsc.ru/study/bibliotec/philosophy_of_science/feye/rabend/fayerabend.htm).