

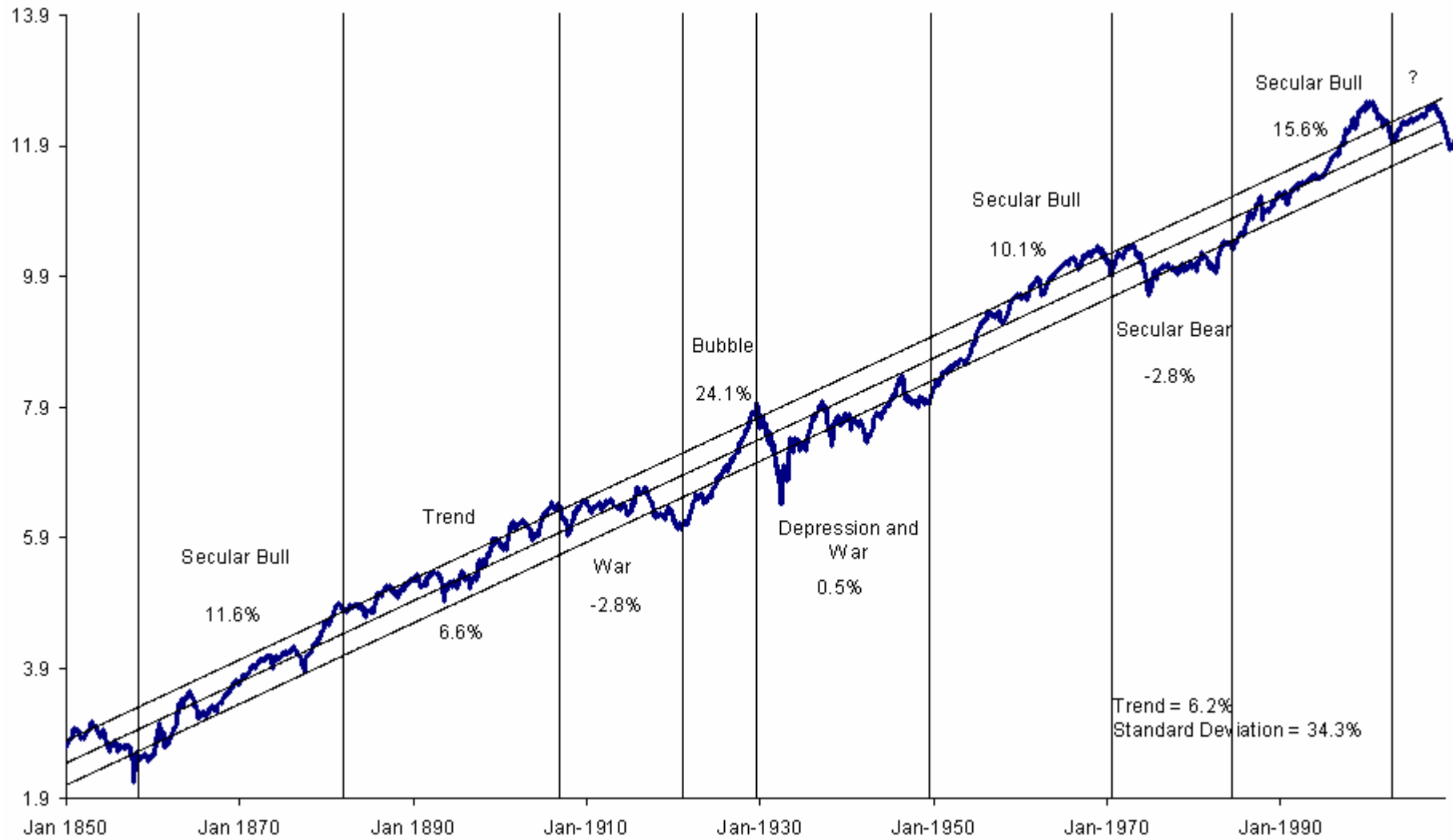
Философия анализа

Тимофеев Д.В.
ПФ ГУ ВШЭ
2009

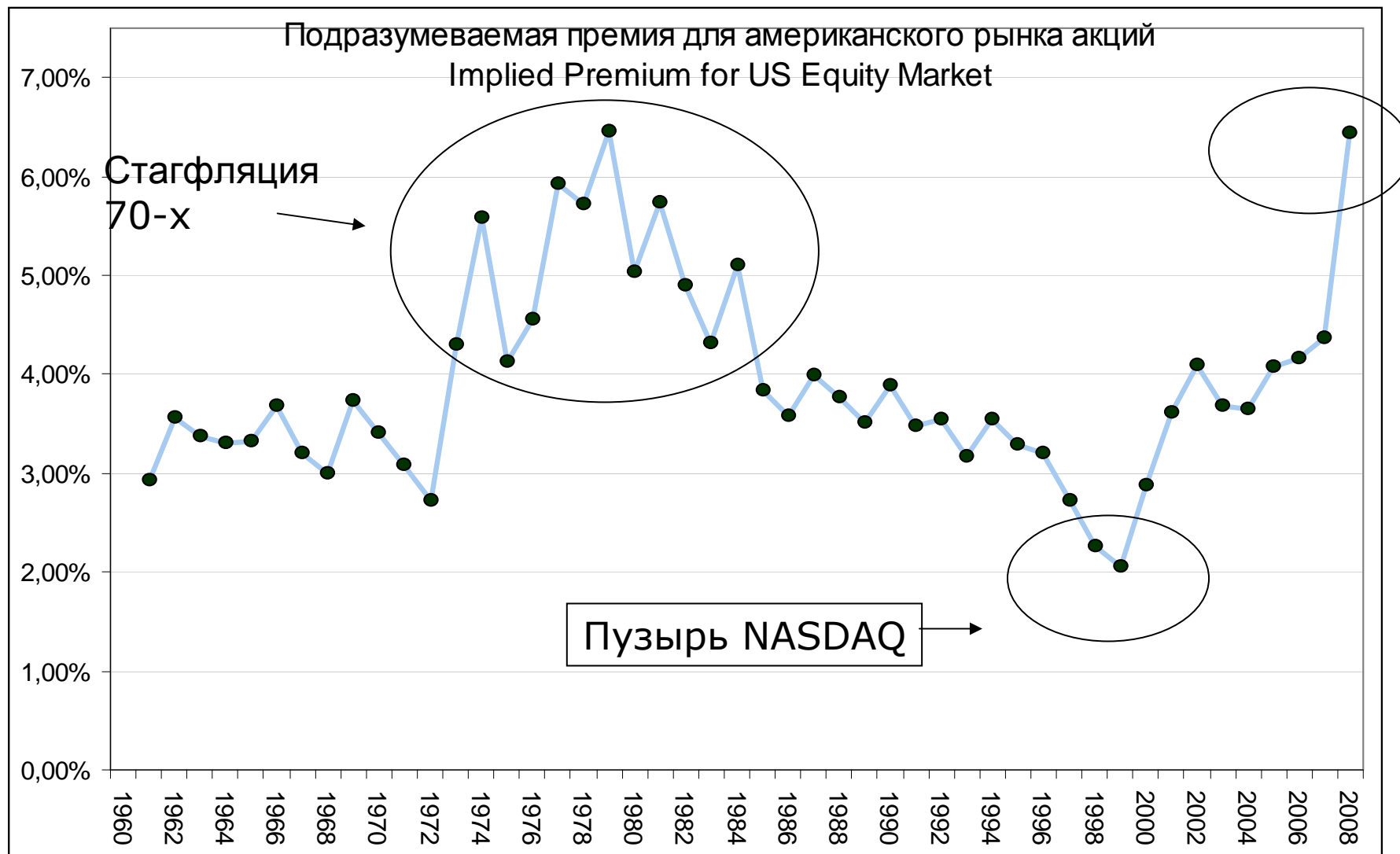
Откуда мы знаем, что мы знаем?

- *"I know of no way of judging the future but by the past"*
Patrick Henry, one of the Founding Fathers of the US
- *"History jumps"*
N.N.Taleb, author of "Black Swan"
- *"The market can stay irrational longer than you can stay solvent"... "In the long run we are all dead"*
John Maynard Keynes
- *"Our favorite holding period is forever. "*
"Price is what you pay. Value is what you get".
"The fact that people will be full of greed, fear or folly is predictable. The sequence is not predictable."
Warren Buffet

Реальная доходность рынка США



Отношение инвесторов к риску меняется



В среднем, премия близка – 4% (mean reverting?)

Как узнать будущее?

Научное прогнозирование отличается от гадания на кофейной гуще тем, что второе иногда работает.

Но финансовые рынки –
бизнес основанный на предсказаниях...

Наши модели очень плохо работают ex-ante

Анализ акций

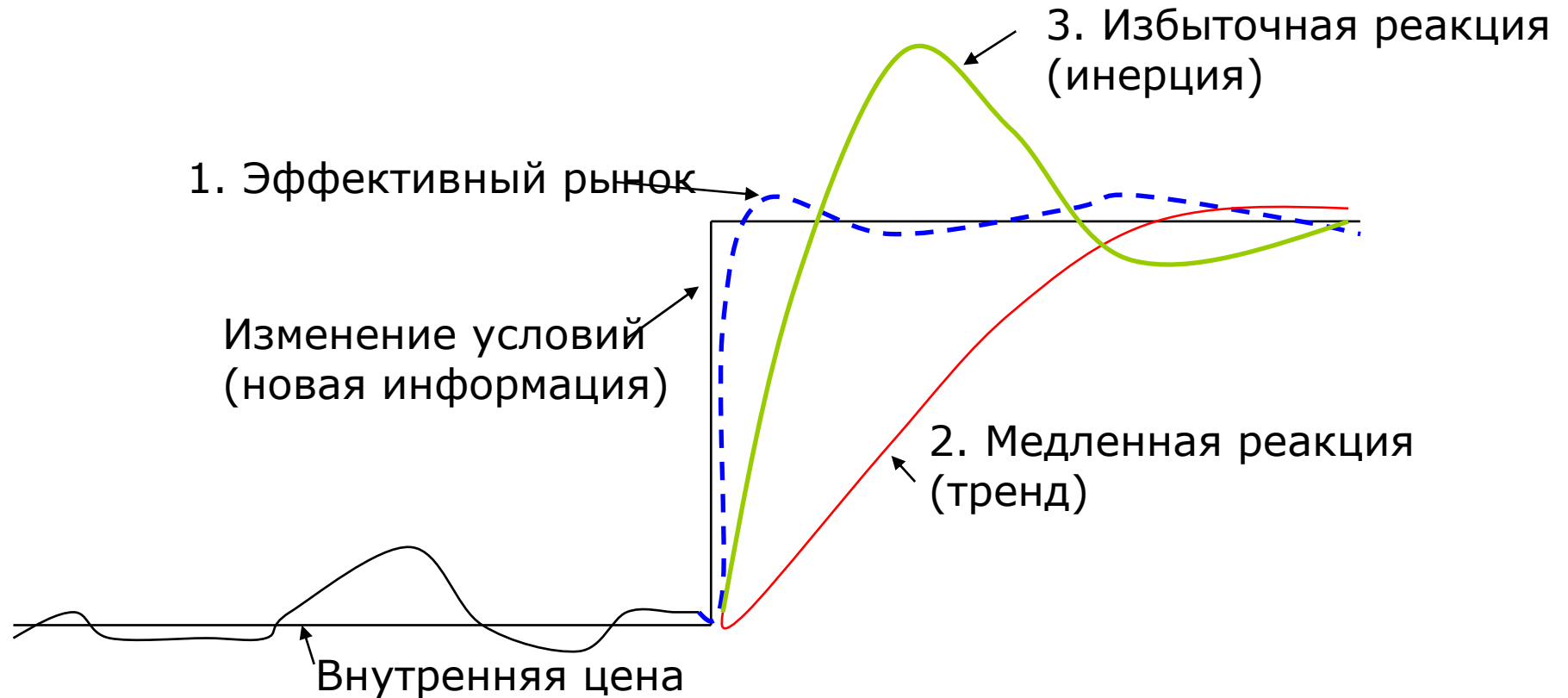
- **Фундаментальный** -
если вы заглядываете в фин. отчетность
 - Сравнительная оценка
дороже/дешевле, мультипликаторы
 - Модели дисконтирования денежных потоков
только здесь "внутренняя стоимость"
- **Технический** -
если вы не заглядываете в фин. отчетность
не технический и даже не анализ?

Экономические модели

- «Модели это метафоры. Они сравнивают то, что вы не понимаете с тем, что вы понимаете лучше»*
- Финансовые и экономические модели *никогда* не могут полностью отразить действительность.
EMH, CAPM, Black&Scholes
- В лучшем случае модели грубо, примерно описывают некий феномен

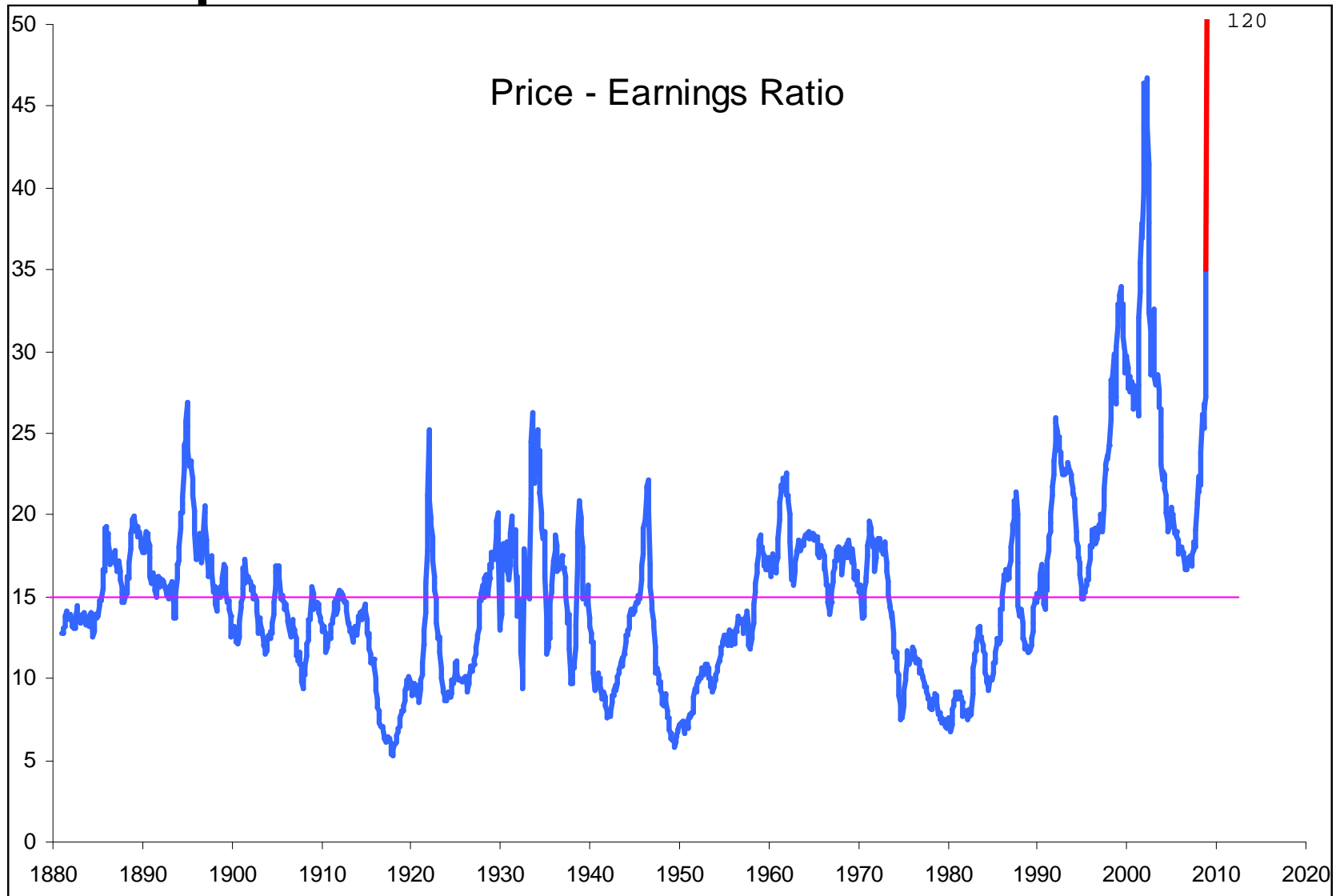
** Emanuel Derman, professor at Columbia University, the author of "My Life as a Quant: Reflections on Physics and Finance."*

Почему может работать теханализ?

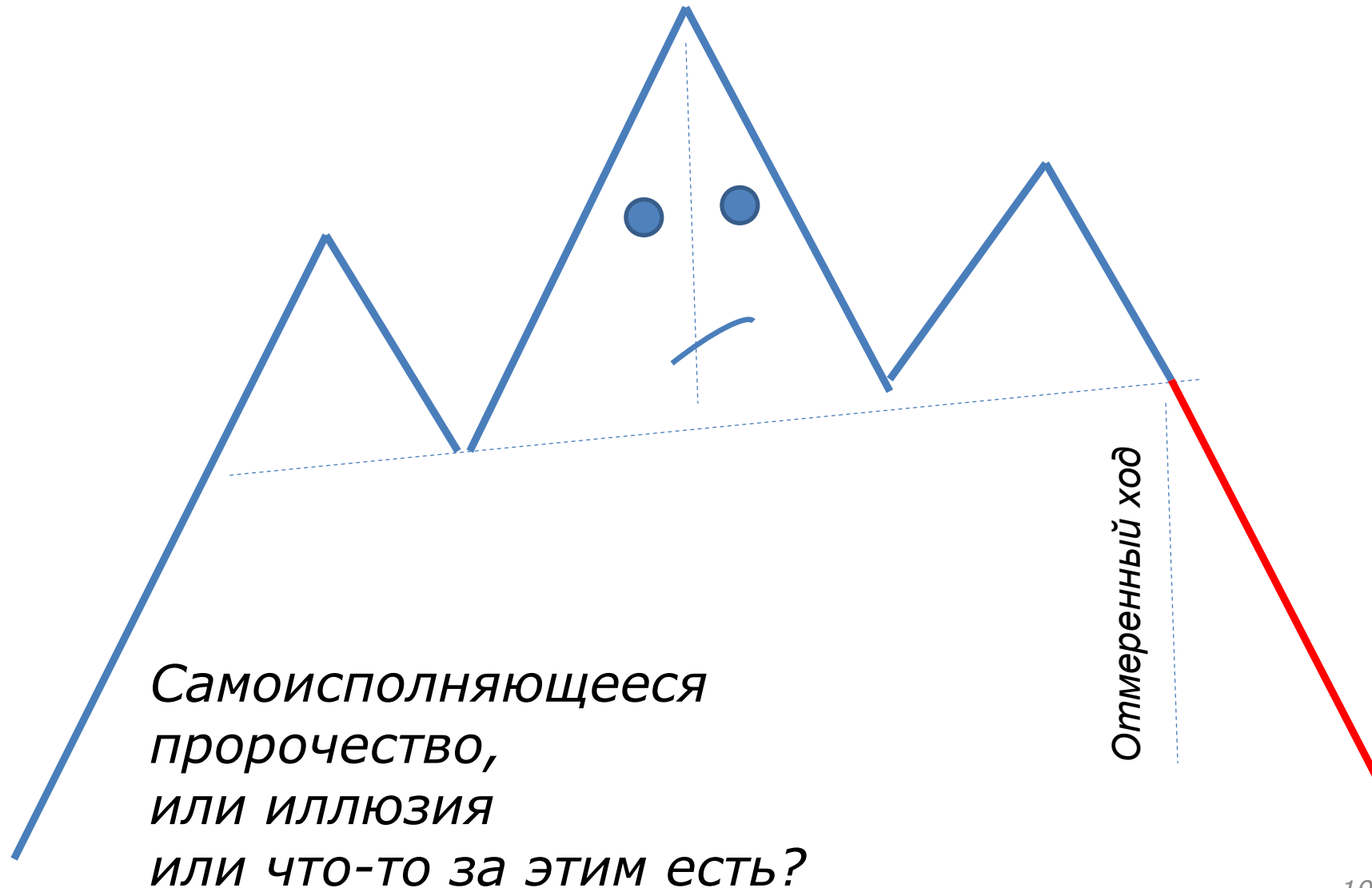


- Теория «бесплатного завтрака». (1) – Цены всегда верные, аналитики не нужны
- (2) и (3) технический и фундаментальный анализ могут работать

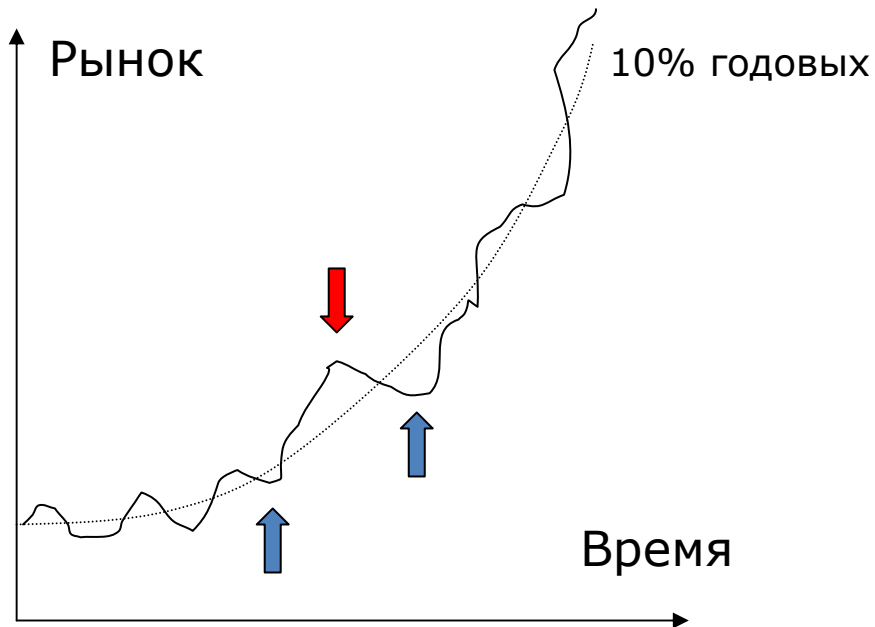
Сравнительный анализ?



TA: head-and-shoulders



Поиск удачного времени входа/выхода (timing)



- Интуиция?
- Технический анализ?
- Стоп-лоссы/ стоп-профиты?
- Анализ циклов экономики?
- Игра на новостях?

- Работоспособных инструментов нет
- Статистически: чем больше оборот по портфелю, тем меньше доходность

«Гордый лемминг»

- Всегда с толпой,
все покупают - и он покупает
- Не стесняется этого, даже гордится



«Умный лемминг»

- Если будет что-то, я выйду с рынка первый.

*«Мы думали, мы находимся в разгаре 8-го периода, когда мы были в конце 9-го» **
Стэнли Дракенмилер,
экс-управляющий фондов Сороса.

**Имеется в виду американский бейсбол, где всего 9 периодов*

EMH: Free Lunch Theory

- Против рынка нельзя идти
- Провести хороший анализ стоимости невозможно
- Индексная стратегия (ETF)
 1. Рынок эффективный, и цены всегда правильные.
 2. Аналитики не нужны, нельзя заработать избыточную доходность.

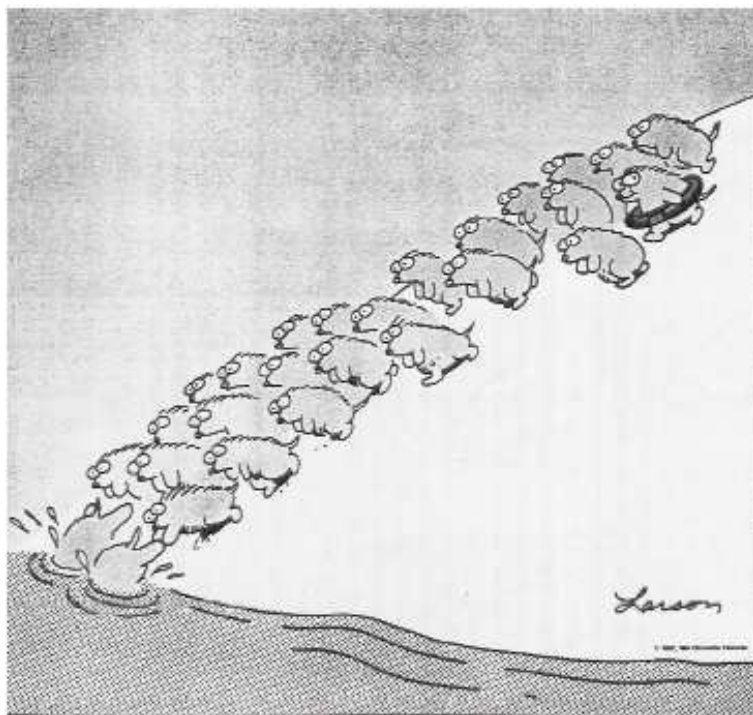
Результат Баффета с 1964 г.

Berkshire's Corporate Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change		Relative Results (1)-(2)
	in Per-Share Book Value of Berkshire (1)	in S&P 500 with Dividends Included (2)	
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	(11.7)	32.0
1967	11.0	30.9	(19.9)
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	(8.4)	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
<hr/>			
1997	34.1	33.4	.7
1998	48.3	28.6	19.7
1999	.5	21.0	(20.5)
2000	6.5	(9.1)	15.6
2001	(6.2)	(11.9)	5.7
2002	10.0	(22.1)	32.1
2003	21.0	28.7	(7.7)
2004	10.5	10.9	(.4)
2005	6.4	4.9	1.5
2006	18.4	15.8	2.6
2007	11.0	5.5	5.5
2008	(9.6)	(37.0)	27.4
<hr/>			
Compounded Annual Gain – 1965-2008	20.3%	8.9%	11.4
Overall Gain – 1964-2008	362,319%	4,276%	

Рынок принес доходность 8.9%. Вложенный доллар вырос в 44 раза
 Стратегия У.Баффета обеспечила
 доходность в 20.3% годовых. Вложенный доллар вырос в 3624 раза

Лемминги: живут толпой, бегут и тонут.



*«Одна сотня тысяч
леммингов не может
быть права»*

*«Наверное, рынок знает что-то, чего мы не
знаем?»*

Зачем нужны аналитики?

1. Они нужны, чтобы проводить удачные спекуляции.
«А куда завтра рынок пойдет. Вверх или вниз?»
2. Успокаивать инвесторов, дескать, за их деньгами присматривают.
3. «Они как синоптики - скажут когда лучше взять зонтик.
Или как сейсмологи - подскажут где опасно строить дом.»

Аналитики и тенденциозность

Сторона «продавцов» (sell-side)

- Инвестбанки работают на эмитента:
 - Внешторгбанк, 2007, IPO по 13.6 коп.
 - ENRON, 2001 – «покупать»
- Брокеры. Оборот = комиссия
 - «Инвестиционные идеи», «катализаторы роста».

Сторона «покупателей» (buy-side)

- Их аналитика не является публичной

Цель долгосрочного инвестора



Избыточная доходность по сравнению с рынком.

Дополнительные 2% годовых — уже успех.

Цель - в том чтобы обогнать индекс?

Если цель – инвестиции в стоимость:

- Нужно иметь длинный временной горизонт (годы!), поскольку не известно когда рынок придет к внутренней цене
- Нужно иметь терпение и не впадать в панику, когда инвестиция не растет как ожидалось
- Нужно контролировать «внутреннюю цену»

Риск и доход акций зависит от срока ИНВЕСТИЦИЙ

196

Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns

Figure 14-1: Annualized US equity risk premium over periods of up to 101 years

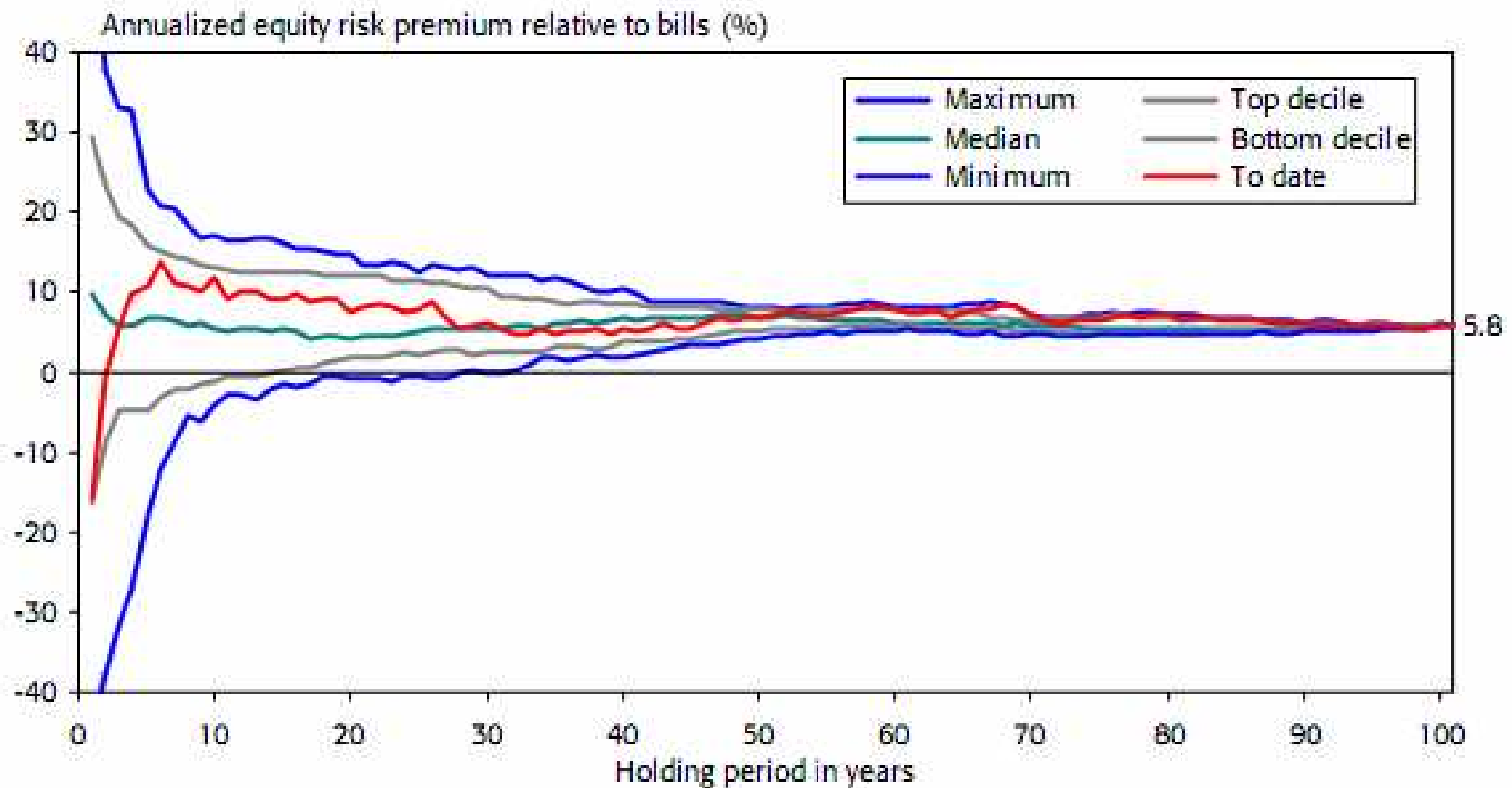


Figure 26-1: Returns on Japanese asset classes 1900–2000, in real terms

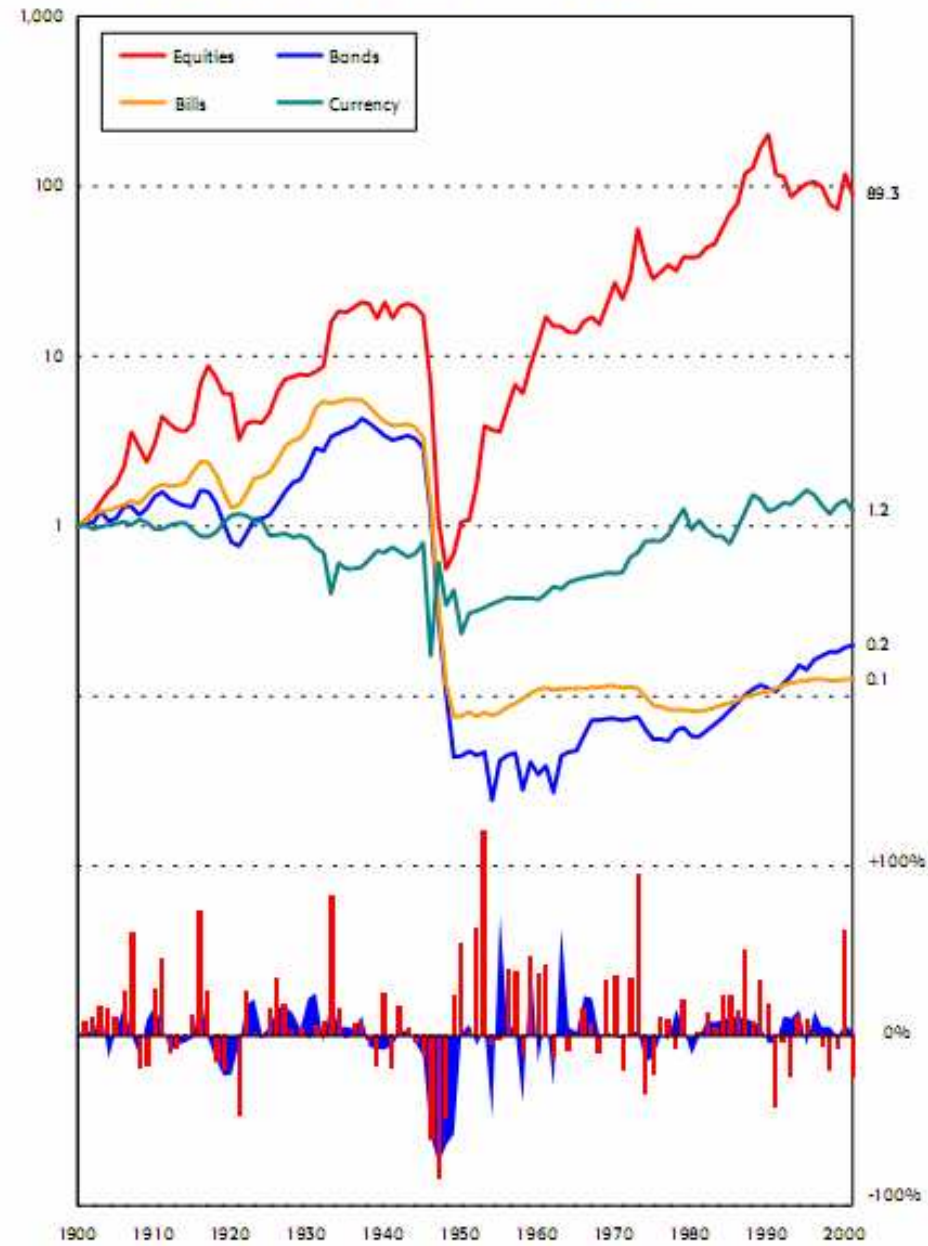
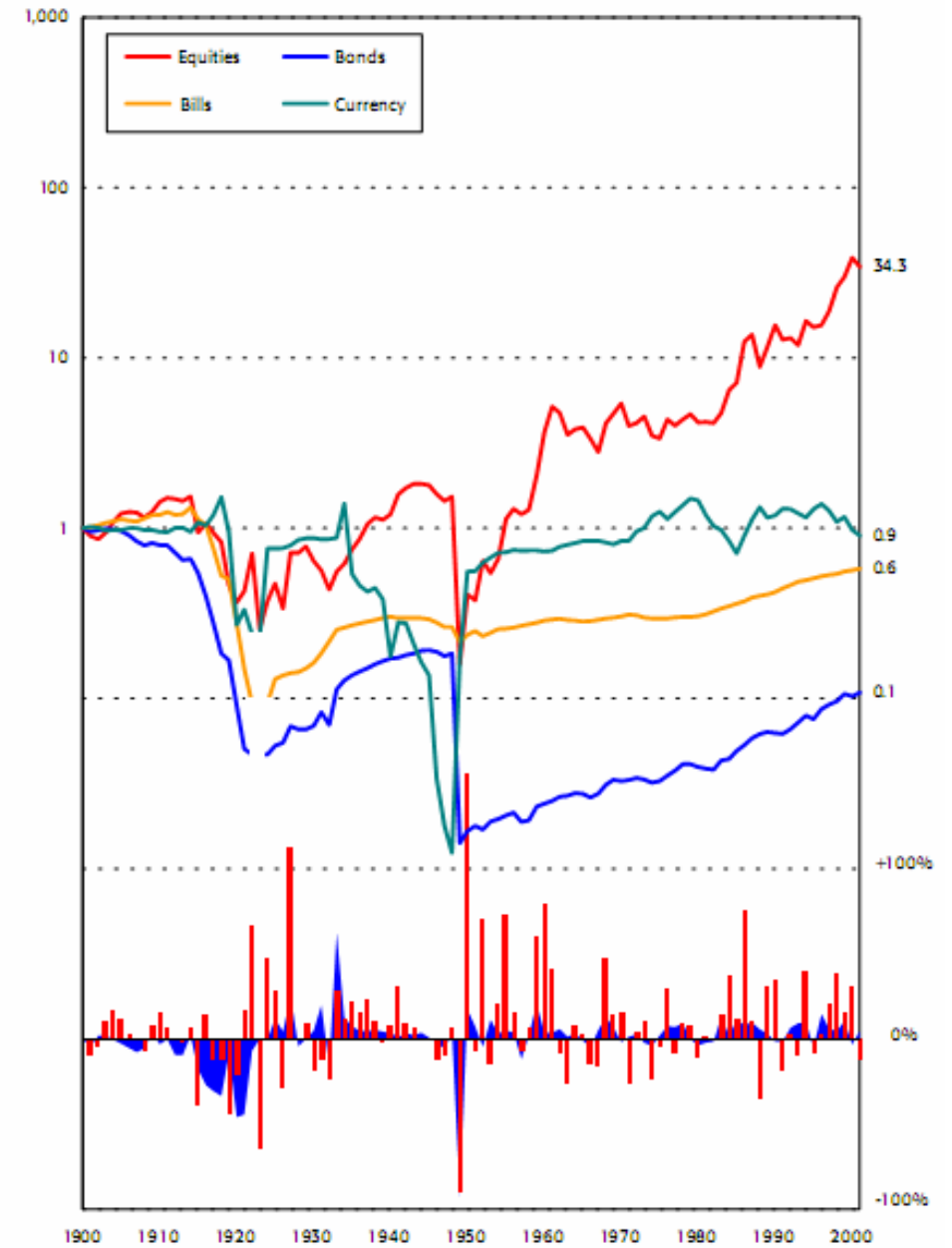
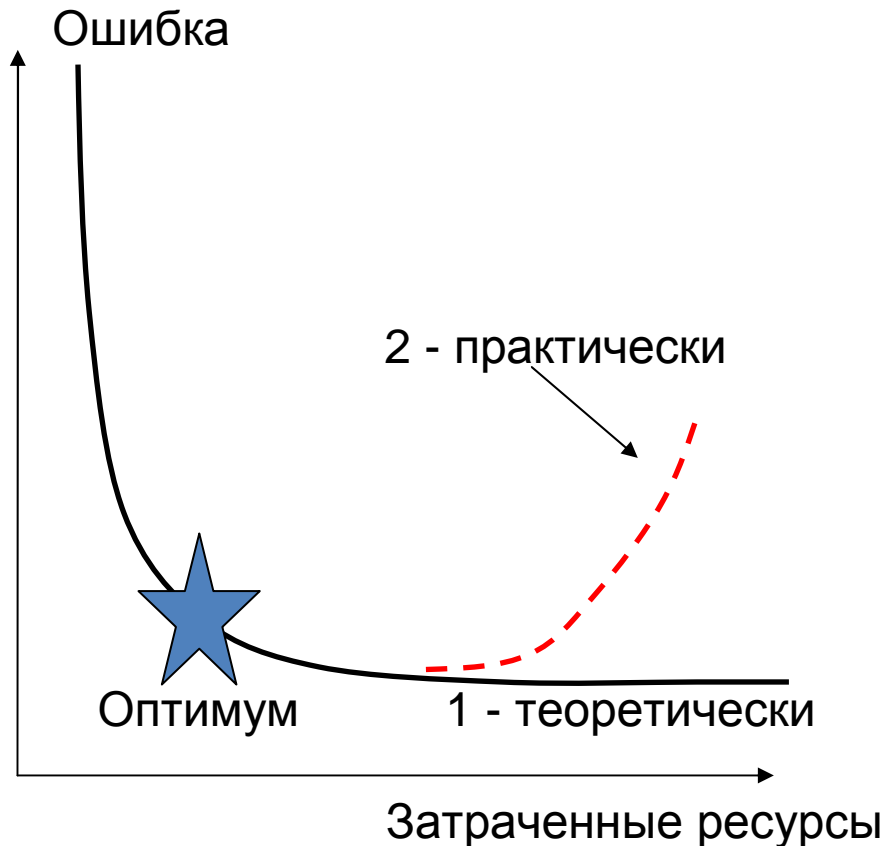


Figure 23-1: Returns on German asset classes 1900–2000, in real terms



Ресурсы и отдача от анализа



- Результаты от анализа, как минимум, должны компенсировать затраты
- Есть оптимум между затраченными ресурсами и результатом
- Простые аналитики могут составить конкуренцию крупным инвестиционным домам
- Иногда усложнение может идти во вред, поскольку исчезает понимание сути

Оценка отличается от рыночной котировки

1. Рынок прав, я не прав?

2. Рынок не прав, я прав?

3. Не рынок не прав, ни я неправ?

Долгосрочная стратегия

- Инвестировать на годы
- Не спекулировать
- Выбирать заметно недооцененные акции
- Не продавать, кроме случаев:
 - Есть более привлекательная альтернатива
 - Прогноз не удался
 - Если понадобились деньги

Долгосрочно это сколько?

Марк Мобиус:

«Если Ваш горизонт – 6 месяцев, Вы не должны быть на рынке [развивающемся]. Вы не должны быть на любом финансовом рынке, это значит Вы играете в азартную игру...

*... 5 лет – приблизительно верно,
10 – гораздо лучше.»*

Модели ДДП, похоже, бесполезны, если горизонт инвестирования составляет 1 год или меньше