

ПРИМЕНЕНИЕ ОПТИМИЗАЦИОННЫХ МОДЕЛЕЙ УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ КАК НЕОБХОДИМОЕ УСЛОВИЕ ОБЕСПЕЧЕНИЯ СТАБИЛЬНОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ ВЛОЖЕНИЙ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

В статье рассмотрен вопрос о важности применения моделей управления портфелем при инвестировании на фондовых рынках. Так как фондовый рынок в нашей стране имеет ряд особенностей, требуется применение более активных инвестиционных стратегий для обеспечения стабильной нормы доходности при вложении в российские биржевые активы. Модель формирования оптимального портфеля Блэка-Литтермана позволит повысить эффективность инвестирования на российском фондовом рынке.

Ключевые слова: портфель финансовых активов, фондовый рынок, инвестиционные стратегии, индексная модель, модель Блэка-Литтермана, оптимизация структуры портфеля, эффективность инвестирования.

Эффективное управление капиталом при работе на финансовых рынках подразумевает использование формализованной системы принятия инвестиционных решений и системы управления риском, которые в совокупности составляют торговую стратегию. Одной из наиболее распространенных в настоящее время торговых стратегий при работе на российском фондовом рынке является применение индексной модели инвестирования, предусматривающей привязку структуры портфеля к расчетной базе некоторого финансового индикатора. Другими словами, управляющий включает в инвестиционный портфель только те финансовые инструменты, которые входят в фондовый индекс, принимаемый за бенчмарк, с соблюдением их весовых характеристик с целью максимально длительного обоснованного удержания [1].

Цель такого подхода к управлению портфелем – не попытка управляющего «переиграть рынок», а стремление следовать ему, сформировав эффективный портфель. При этом основной идеей инвестирования является предпосылка о том, что в долгосрочном периоде финансовые рынки имеют тенденцию к росту (как минимум на величину инфляции). Основопологающий принцип данной стратегии можно сформулировать так: «купил и держи». Как следствие, индексная стратегия характеризуется относительно редкой реструктуризацией, минимальными транзакционными издержками и низким уровнем несистематического риска [2].

Стратегия «купил и держи» достаточно эффективно применялась управляющими на российском рынке акций с момента кризиса 1998 и вплоть до 2011 года, что объясняется ярко выраженным восходящим трендом на рассматриваемом периоде. На рис. 1 отчетливо просматривается позитивная динамика основного рублевого индикатора – индекса ММВБ (даже с учетом резкого снижения в разгар кризиса 2008 года).

Этот долгосрочный тренд был обусловлен целым рядом объективных факторов, в числе которых следующие.

Происходила первичная оценка активов. В рассматриваемом периоде отечественный фондовый рынок переживал период активного становления. т. е. инвесторы пытались определить «реальную» стоимость российских предприятий.

Благоприятная внешняя конъюнктура. Высокие цены на энергоносители и активный рост экономики обеспечивали генерацию денежного потока, который поступал на российский фондовый рынок.

Доступность кредитных ресурсов. Низкие процентные ставки и возможность внешних заимствований также способствовали повышению капитализации российских компаний.

* © Корчагин Д.М., 2016

Корчагин Денис Михайлович (ipoteka_sorokina@list.ru), кафедра финансов и кредита, Самарский национальный исследовательский университет имени академика С.П. Королева, 443086, Российская Федерация, г. Самара, Московское шоссе, 34.

Однако все вышеназванные факторы постепенно (и по различным причинам) себя исчерпали, и отечественный фондовый рынок перешел в другое качественное состояние, которое можно охарактеризовать как долгосрочную консолидацию. В последние несколько лет его динамику можно назвать скорее боковой (так называемый бестрендовый рынок, или «флэт») – рис. 2.

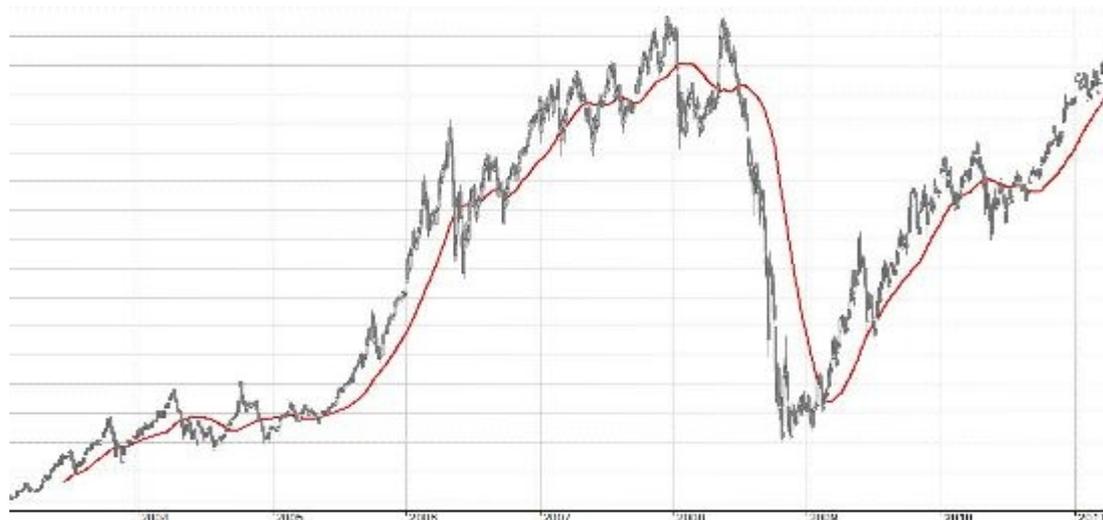


Рис. 1. Динамика индекса ММВБ в 2003–2011 гг.



Рис. 2. Динамика индекса ММВБ в 2011–2015 гг.

Как видно из представленного на рис. 2 графика, на протяжении 5 лет (с 2011 по 2015 г.), классическая индексная стратегия инвестирования (с индексом ММВБ в качестве бенчмарка) не обеспечила нормы доходности, делающей вложения эффективными (как минимум превышающей уровень инфляции). При этом отдельные бумаги, входящие в индекс, показывали впечатляющую положительную динамику. Таким образом, это не значит, что на таком (бестрендовом) рынке невозможно зарабатывать, это означает лишь то, что стратегия «купил и держи» в данных условиях постепенно теряет свою актуальность. А следовательно, на первый план выходит проблема оптимального выбора активов для включения в портфель (при условии обеспечения его достаточной диверсифицированности). Поставленная задача может быть решена путем формирования структуры портфеля на основе одной из новейших и наиболее перспективных оптимизационных методик – модели Блэка-Литтермана [5].

Модель Блэка-Литтермана позволяет дополнить классическую пассивную индексную стратегию более активным элементом управления – включением в модель прогноза будущей доходности финансовых ак-

тивов. Прогноз управляющего «накладывается» на ожидаемую доходность активов в исходном бенчмарке (рис. 3). В случае если прогнозируемая доходность актива выше равновесной, доля данного актива в портфеле будет увеличена (по сравнению с индексом), и, наоборот, если прогнозируемая доходность ниже равновесной, модель придаст рассматриваемому активу меньший вес [6].

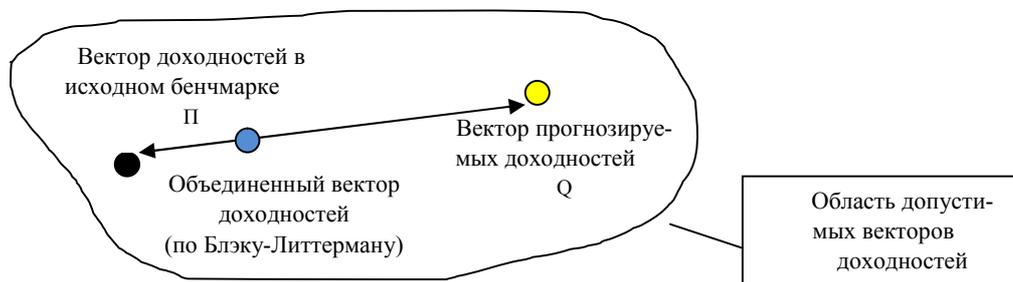


Рис. 3. Формирование вектора доходностей по модели Блэка-Литтермана (в общем виде)

Модель Блэка-Литтермана обеспечивает высокую диверсификацию портфеля за счет использования индексного портфеля в качестве исходной точки оптимизации, и в то же время она позволяет существенно улучшить показатели эффективности портфеля за счет ориентации на прогнозируемые доходности активов. Применение модели Блэка-Литтермана для управления портфелем дает возможность управляющему активами:

- учесть при формировании портфеля собственные прогнозы будущей динамики рынка и трансформировать их в обоснованные инвестиционные решения;
- более эффективно решать поставленные задачи и оперативно реагировать на изменения экономической конъюнктуры финансовых рынков;

Таким образом, можно сделать вывод, что модель Блэка-Литтермана (за счет более активного подхода к управлению) может существенно повысить эффективность классической индексной стратегии управления инвестиционным портфелем в сложившихся условиях российского рынка акций.

Библиографический список

1. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учеб. пособие. М.: Открытое общество, 2005. 347 с.
2. Шведов А.С. Теория эффективных портфелей ценных бумаг. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2008. 218 с.
3. Беликова А.В. Оценка эффективности вложений в ценные бумаги // Инвестиционный банкинг. 2006. № 5. С. 21–30
4. Bevan A., Winkelmann K. Using the Black-Litterman Global Asset Allocation Model: Three Years of Practical Experience. Fixed Income Research. Goldman, Sachs & Company, 1998.
5. Black F., Litterman R. Global Portfolio Optimization // Financial Analysts Journal. 1992. September/October, P. 28–43.
6. He G., Litterman R. The Intuition Behind Black-Litterman Model Portfolios. Investment Management Research, Goldman, Sachs & Company, 1999.
7. Idzorek T. (2004). A step-by-step guide to the Black-Litterman model.
8. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2001.
9. Ричард Дж. Тьюлз, Эдвард С. Бредли, Тэд М. Тьюлз. Фондовый рынок. М.: Инфра-М, 2009.

References

1. Burenin A.N. *Rynok tsennykh bumag i proizvodnykh finansovykh instrumentov: Ucheb. posobie* [Securities market and market of production financial instruments: Textbook]. М.: Otkrytoe obshchestvo, 2005, 347 p. [in Russian].
2. Shvedov A.S. *Teoriia effektivnykh portfelei tsennykh bumag* [Theory of efficient portfolio of securities]. М.: Izd-vo GU VshE, 2008, 218 p. [in Russian].

3. Belikova A.V. *Otsenka effektivnosti vlozhenii v tsennye bumagi* [Assessment of efficiency of investments in securities]. *Investitsionnyi banking* [Investment banking], 2006, no. 5, pp. 21–30 [in Russian].
4. Bevan A., Winkelmann K. *Using the Black-Litterman Global Asset Allocation Model: Three Years of Practical Experience. Fixed Income Research*. Goldman, Sachs & Company, 1998 [in English].
5. Black F. and Litterman R. Global Portfolio Optimization. *Financial Analysts Journal*, 1992, September/October, pp. 28–43 [in English].
6. He G. and Litterman R. *The Intuition Behind Black-Litterman Model Portfolios*. Investment Management Research, Goldman, Sachs & Company, 1999 [in English].
7. Idzorek T. (2004). A step-by-step guide to the Black-Litterman model [in English]
8. Sharpe W., Alexander G., Bailey J. *Investitsii: Per. s angl.* [Investments: Transl. from English]. M.: INFRA-M, 2001 [in Russian].
9. Richard J. Teweles, Edward S. Bradley, Ted M. Teweles. *Fondovyi rynek* [The Stock Market]. M.: Infra-M, 2009 [in Russian].

D.M. Korchagin*

ESSENCE OF STATE REGULATION OF REGIONAL ECONOMY

In the article the importance of applying portfolio management models to investing in stock markets is viewed. Since the stock market in our country has a number of peculiarities, it is necessary to use more active investment strategies to ensure a stable rate of return when investing in Russian exchange assets. The Black-Litterman's optimal portfolio model allows to increase the efficiency of investing in the Russian stock market.

Key words: portfolio of financial assets, stock market, investment strategies, index model, Black-Litterman model, portfolio's structure optimization, investment efficiency.

Статья поступила в редакцию 5/XII/2016.
The article received 5/XII/2016.

* *Korchagin Denis Mikhailovich* (ipoteka_sorokina@list.ru), Department of Finance and Credit, Samara National Research University, 34, Moskovskoye shosse, Samara, 443086, Russian Federation.