ACTION IMAGES VIA REUTERS

Стратегия buy-and-hold (купить и держать), когда инвесторы просто пережидают временные спады, или популярная у частных инвесторов идея покупать паи индексных фондов, которые полностью отражают движение рынка, сейчас не самые лучшие решения

Начало этой истории восходит к эпохе барокко, когда в моде были шпаги и парики, а решительность и честолюбие затмевали любой высоконаучный подход. Исследователи финансовых рынков находят документарные доказательства эффекта «продать в мае» в Великобритании с 1694 года, а с XVIII века и в ряде других развитых стран Европы.

Считается, что фраза «продать в мае и уйти» происходит от старой поговорки английской аристократии: «Sell in May and Go Away, and Come on Back on St. Leger's Day» («продать в мае и уйти и вернуться в день Сент-Леджера». Аристократы, негоцианты Ост-Индской компании и влиятельные банкиры стремились закончить финансовые дела в Лондоне к концу мая и на период жарких летних месяцев отправлялись в свои загородные поместья. Лето — это и время отдохнуть от дел, и сезон скачек чистокровных лошадей престижной британской Тройной короны. Первый этап — это учрежденные в 1711 году королевой Анной Стюарт знаменитые скачки в Аскоте, а завершающий этап — скачки Сент-Леджер, которые с 1776 года проходят в середине сентября. После дня Сент-Леджера отдохнувшие леди и джентльмены возвращались в Лондон к своим делам и обязанностям.

Чтобы следовать традициям, необязательно быть британскими аристократами. Американские трейдеры и инвесторы имитируют эту джентльменскую традицию, поскольку их отпуска приходятся в основном на период с последнего понедельника мая (Memorial Day) по первый понедельник сентября (Labour Day), и поэтому в США воспринимают английскую поговорку XVIII века как инвестиционную пословицу. Поскольку, находясь на отдыхе, контролировать свои позиции в акциях сложно даже сейчас, несмотря на достижения финтеха и мобильного интернета, многим проще сократить позиции в акциях перед летними отпусками и не брать дополнительный риск.

Российский фондовый рынок исторически связан с глобальными торговыми площадками. Депозитарные расписки выпущены для большинства наших «голубых фишек», и эти ADR и GDR торгуются в Лондоне и Нью-Йорке, а на долю иностранных игроков сейчас приходится до двух третей всех объемов торгов российскими акциями и их ADR/GDR. Поэтому не стоит удивляться, что правило Sell in May находит отражение и на нашем фондовом рынке.

Логика рынка

Расхождения в показателях между периодом с мая по октябрь и периодом с ноября по апрель часто объясняются сезонным характером биржевой торговли с более низкими объемами в связи с летними каникулами и увеличением инвестиционных потоков в зимние месяцы.

Сама сезонность обусловлена тем, что в Соединенных Штатах финансовый год (и бюджетный год) установлен с 1 октября по 30 сентября, и это учитывается в инвестиционных циклах. Кроме того, на рынке присутствует и психологический фактор.

Перебалансировка портфелей ценных бумаг является неотъемлемой частью торговых стратегий портфельных менеджеров, которые стремятся максимизировать не только доходности активов под управлением, но и собственную выгоду.

Институциональные инвесторы, как правило, являются основными нетто-покупателями ценных бумаг с повышенным потенциалом роста в начале года, когда они мотивированы включать высокорисковые ценные бумаги, к которым, безусловно, относятся и акции, в свои портфели, чтобы превзойти контрольные показатели и бенчмарки и опередить конкурентов в эффективности и доходности.

Ажиотаж в начале финансового года приводит к росту котировок акций, но по прошествии одного-двух кварталов портфельные менеджеры фиксируют полученную прибыль, а заодно и свой будущий рождественский бонус и начинают избавляться от акций и ценных бумаг, имеющих высокий рыночный риск, и переводят средства в безрисковые бумаги, например в казначейские облигации США.

Такое поведение управляющих многомиллиардными фондами предсказуемым образом влияет на динамику фондового рынка. Акции и высокодоходные облигации, в том числе и развивающихся рынков, растут в начале года на повышенном спросе инвесторов и их «аппетите к риску» (risk appetite), затем происходит фиксация прибыли, и в летние месяцы тенденция сменяется на противоположную. Рынок акций оказывается под давлением, возникает «антипатия к риску» (risk aversion), и уже сегмент безрисковых облигаций, в том числе государственных, становится «тихой гаванью» для колоссального объема средств, выводимых портфельными управляющими из акций.

Играть против крупных фондов сложно, дорого и порой бессмысленно, поэтому более мелкие спекулянты также движутся в общих трендах, усиливая их дополнительно своими объемами покупок и продаж, зачастую с использованием левериджа.

В совокупности такое поведение инвесторов приводит к формированию сильных трендов на рынке акций в ноябре—апреле и к относительной слабости фондового рынка в период с мая по октябрь и к соответствующему противоположному эффекту для сегмента государственных облигаций. Поэтому на длинном периоде наблюдений правило «продавай в мае, покупай на Хеллоуин» становится простым и понятным руководством к действию для многих участников рынка.

Волатильность против Оккама

Методологический принцип средневекового монаха-философа Уильяма (из) Оккама, известный как «бритва Оккама», требует при принятии решения рассматривать сначала более простые гипотезы и меньшее число предположений, а не умножать обоснования без необходимости, поскольку самое простое объяснение явления будет и самым верным.

Казалось бы, следуя правилу «продавай в мае, покупай на Хеллоуин», можно вообще отказаться от фундаментального и технического анализа, расчетов дисконтированных денежных потоков, моделей CAPM, ROA и ROE и прочих методов инвестиционной оценки, а смотреть исключительно на календарь. Но глобальный финансовый рынок слишком сложен, чтобы полагать-