

На правах рукописи



МАЗАЕВ НИКИТА ЮРЬЕВИЧ

**РАЗВИТИЕ МЕХАНИЗМА УПРАВЛЕНИЯ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ
БУМАГ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ РОССИИ НА ОСНОВЕ
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ МЕТОДИКИ**

**Специальность 08.00.10 –
Финансы, денежное обращение и кредит**

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Москва – 2018

Работа выполнена в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

- Научный руководитель - доктор экономических наук, профессор
Семенкова Елена Вадимовна
- Официальные оппоненты - **Сазонов Сергей Петрович**
доктор экономических наук, профессор,
федеральное государственное бюджетное
образовательное учреждение высшего
образования «Волгоградский
государственный технический университет»,
заведующий кафедрой менеджмента и
финансовых производственных систем и
технологического предпринимательства,
- **Андрианова Людмила Николаевна**,
кандидат экономических наук, доцент,
федеральное государственное
образовательное бюджетное учреждение
высшего образования «Финансовый
университет при Правительстве Российской
Федерации», доцент Департамента
финансовых рынков и банков
- Ведущая организация - Федеральное государственное бюджетное
учреждение науки «Институт проблем рынка
Российской академии наук»

Защита диссертации состоится «18» октября 2018 года в 15.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.196.02 на базе федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, г. Москва, Стремянный переулок, дом 36, корпус 3.

С диссертацией можно ознакомиться в Научно-информационном библиотечном центре имени академика Л.И. Абалкина и на сайте организации: <http://ords.rea.ru/>

Автореферат разослан «05» сентября 2018 года.

Ученый секретарь
диссертационного совета



Маршавина Любовь Яковлевна

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования. Актуальность развития механизма управления портфелем ценных бумаг определяется постепенным повышением независимости экономики и финансовых рынков Российской Федерации. Одним из ключевых факторов является снижение зависимости экономики страны от доходов нефтегазового сектора. Согласно бюджету Правительства Российской Федерации, в 2013 году налоговые поступления от нефтегазового сектора составляли 55% дохода государственного бюджета, в 2017 году данная доля составила 37,5%. Актуальность темы диссертационного исследования также определяется политикой Центрального банка Российской Федерации. В период усиления в мире политики протекционизма, валютных и товарных войн, сильного санкционного давления со стороны Запада для лучшего контроля над уровнем волатильности национальной валюты и фондового рынка регулирующие органы вынуждены взять курс на снижение зависимости от зарубежных экономик.

Механизм управления портфелем ценных бумаг на российском фондовом рынке представляет собой совокупность приемов и методов фундаментального и технического анализ для отбора в портфель активов, позволяющих дать справедливую оценку стоимости финансовых активов и математическую характеристику динамики движения цены активов. В связи с долгой исторической зависимостью от экспорта сырья и динамики зарубежных финансовых рынков в качестве макроэкономического анализа для прогнозирования динамики российского фондового рынка используется анализ ключевых макроэкономических показателей развитых экономик. В механизме управления портфелем ценных бумаг макроэкономический анализ выступает производной от динамики показателей зарубежных экономик на макроуровне. Совокупность данных факторов требует создания собственной апробированной внутристрановой макроэкономической методики как одной из ключевых составляющих механизма портфельного управления, позволяющей улучшить качество управления активами на российском фондовом рынке.

Внедрение внутристрановой макроэкономической методики в механизм портфельного управления увеличивает вариативность управления активами, появляется возможность использования гибридного подхода к управлению активами на российском фондовом рынке, сочетающего в себе спекулятивный и портфельный подходы. Внедрение методики гибридного инвестирования на основе макроэкономической методики в качестве прогнозирования динамики российского фондового рынка обеспечит построение портфельных стратегий на новых критериях отбора активов в инвестиционный портфель. Новые критерии позволят лучше определить характер российского фондового рынка (спекулятивный, инвестиционный) на ближайшие 3-6 месяцев, что повысит качество управления активами.

Российская экономика пережила долгую затянувшуюся экономическую рецессию, которая по данным изменения ВВП год к году длилась семь кварталов подряд (со второго квартала 2015 до первого квартал 2017), закончилась робким выходом из рецессии. За аналогичный период ключевые индексы ММВБ и RTS из расчета по данным Московской биржи имели диапазон движения в 64,2% и 74,4% соответственно, и для качественного прогнозирования данных процессов требуется разработка механизма портфельного управления с использованием внутристрановой макроэкономической методики. Таким образом, актуальность развития механизма управления портфелем ценных бумаг обусловлена необходимостью создания эффективной внутристрановой макроэкономической методики и ее адаптация к портфельному управлению в условиях повышения независимости конъюнктуры российского фондового рынка от внешних факторов с целью увеличения вариативности управления активами.

Степень научной разработанности темы исследования, связанной с развитием механизма портфельного управления на фондовом рынке, определяется высокой востребованностью таких исследований со стороны институциональных инвесторов. В последние десятилетия иностранными учеными внесен большой вклад в развитие механизма управления портфелем ценных бумаг на различных зарубежных рынках благодаря созданию комплексной макроэкономической методики как одной из составляющих механизма портфельного управления. Ввиду стабильного, продолжительного и

углубленного исследования взаимодействия макроэкономических показателей и фондового рынка применение макроэкономического анализа позволило повысить качество портфельного управления на зарубежных фондовых площадках в различные периоды экономического цикла.

Однако эффективность внутристрановой макроэкономической методики в механизме управления портфелем ценных бумаг на фондовом рынке России изучена недостаточно. В современных работах отечественных ученых либо косвенно затрагивается данный вопрос, либо российский фондовый рынок выступает производной от зарубежных рынков и проводится анализ влияния внешних макроэкономических показателей на динамику российского фондового рынка. В диссертации определены ранее неисследованные по экономике России макроэкономические индикаторы, которые требуют детального изучения эффективности их применения в рамках портфельного управления на российском фондовом рынке.

Объектом исследования является механизм управления портфелем ценных бумаг на фондовом рынке России на основе макроэкономической методики.

Предметом исследования в диссертационной работе является совокупность экономических и финансовых отношений, возникающих при использовании макроэкономической методики в механизме управления портфелем ценных бумаг.

Цель исследования заключается в разработке теоретических положений и практической макроэкономической методики, способствующих развитию механизма управления портфелем ценных бумаг.

Поставленная цель предопределила постановку и последующее решение **задач исследования:**

- определить категориальный аппарат механизма портфельного управления;
- выявить значимость использования портфельного и спекулятивного подходов к торговле на российском фондовом рынке;
- определить эффективные макроэкономические индикаторы для прогнозирования динамики фондового рынка России;

- классифицировать макроэкономические индикаторы, характеризующие динамику российского фондового рынка;
- разработать систему оценок эффективности макроэкономических индикаторов для их использования в механизме портфельного управления;
- разработать методику внутривостранового макроэкономического анализа макроэкономических индикаторов;
- дать рекомендации по повышению эффективности механизма управления портфелем на российском рынке.

Область исследования соответствует п. 6.4 «Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг», п. 6.6 «Развитие теоретических и практических основ биржевой политики и биржевой торговли» Паспорта Высшей аттестационной комиссии Российской Федерации по специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Теоретическую основу исследования составили научные работы ведущих российских и зарубежных ученых, посвященные исследованию взаимосвязей макроэкономических процессов и динамики фондового рынка.

Среди отечественных авторов в исследовании использовались работы и выводы Л. Н. Андриановой, В. А. Галанова, Е. В. Ипполитова, Ю. П. Митина, С. П. Сазонова, Е. В. Семенковой, К. А. Торжевский, Ю. Ю. Финогеновой.

Среди зарубежных авторов в диссертационном исследовании использовались научные труды Б. Бернанке, Р. Виганда, К. Викселя, Ч. Гудхарта, Д. Кейнса, Ч. Киндельбергера, У. Митчелла, Г. Мура, М. Фридмана, Л. Ханта.

Методологическая база исследования основана на общенаучных методах познания: анализ, сбор фактов, синтез, дедукция и индукция, классификация, метод сравнительного и статистического анализа, структурный анализ. В работе применялись методы эмпирического наблюдения, использовалось экспертно-аналитическое и графическое моделирование.

Информационную базу исследования составляют: федеральные законы, принятые на их основе нормативные акты по регулированию рынка ценных бумаг, распоряжения Правительства Российской Федерации, направленные на поддержку инвестиционных проектов, статистические данные, содержащиеся в документах Росстата, Министерства финансов Российской Федерации, Банка

России, информационно-аналитические материалы современных информационных порталов: Reuters, Bloomberg, работы «Национального бюро экономического исследования» США (The National Bureau of Economic Research), посвящённые классификации макроэкономических индикаторов, и научно-исследовательского объединения The Conference Board при создании опережающего индикатора (Leading Indicator).

Рабочая гипотеза диссертационного исследования состоит в том, что для российского фондового рынка можно создать и эффективно использовать в качестве инструмента портфельного управления внутристрановой макроэкономический анализ, ориентированный на снижение макроэкономического риска и повышение качественного прогноза движения российского фондового рынка.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в разработке и адаптации для российского фондового рынка способа портфельного управления – внутристрановой макроэкономической методики, обеспечивающей повышение качества прогнозирования и управления активами на российском фондовом рынке.

Основные результаты, характеризующие элементы научной новизны исследования и полученные лично соискателем, выносимые на защиту:

– определен категориальный аппарат исследования, развивающий теорию финансов, в части авторской трактовки понятия «механизм портфельного управления на рынке ценных бумаг» как совокупности приемов и методов макроэкономического анализа экономики, фундаментального анализа финансовых рынков и технического анализа динамики цены активов для качественного отбора ценных бумаг, позволяющих решить инвестиционные задачи в соответствии с ожидаемой доходностью и установленным уровнем риска;

– предложен гибридный способ инвестирования, состоящий из спекулятивного и портфельного подходов к управлению финансовыми активами в рамках одного финансового счета, позволяющий повысить качество управления ценными бумагами на российском фондовом рынке;

– на основе запаздывающей корреляции фондовых индексов и макроэкономических показателей сформированы два кластера этих показателей (опережающие и подтверждающие) для их включения в макроэкономическую методику прогнозирования динамики фондового рынка Российской Федерации, повышающую качество прогнозирования динамики российского фондового рынка;

– определены макроэкономические индикаторы (Manufacturing PMI Russia, Service PMI Russia, индекс потребительских настроений, спред между 2-х летними и 10-летними государственными облигациями и индекс волатильности) как рыночные ориентиры, критерии перехода от спекулятивной модели управления активами к механизму формирования портфеля ценных бумаг, обеспечивающему повышение эффективности управления активами на российском фондовом рынке;

– разработаны системы оценок для различных по характеру опережающих и подтверждающих макроэкономических индикаторов, адаптированных для механизма портфельного управления и позволяющих прогнозировать дальнейшую динамику фондового рынка Российской Федерации;

– выявлены условия, позволяющие успешно использовать разработанную внутристрановую макроэкономическую методику для прогнозирования динамики фондового рынка, включающие: формирование национальными институтами и регулятором опережающих макроэкономических индикаторов, расширение полномочий регулятора рынка, ужесточение законодательства, регулирующего торговлю ценными бумагами.

Теоретическая значимость исследования состоит в развитии теории финансов. Результаты исследования направлены на развитие знаний в области управления портфелем ценных бумаг посредством данной в диссертации трактовки понятия механизма управления портфелем ценных бумаг, разработанной макроэкономической методики, состоящей из кластеров, в рамках механизма управления портфелем ценных бумаг.

Практическая значимость исследования состоит в формировании методики внутристранового макроэкономического анализа, позволяющего

прогнозировать динамику экономического развития страны и российского фондового рынка. Результаты исследования могут быть использованы инвестиционными компаниями, хедж фондами, консалтинговыми компаниями, занимающимися финансовым консультированием в области управления активами вне зависимости от подхода к управлению активами для формирования торговых идей или выступать критерием оценки правильности исходной торговой идеи и видения рынка. Результаты исследования могут также использоваться при разработке учебных курсов по фундаментальному анализу на рынке ценных бумаг.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования прошли апробацию и внедрены в практику отдела торговых операций, входящего в управление трейдинга департамента мидл – офиса компании АО «Финам».

Основные положения и выводы исследования представлены на международных конференциях «SCIENCE XXI CENTURY» (Чехия, г. Карловы Вары – Россия, г. Москва) и XXXIV Международной научно-практической конференции «Экономика и управление: анализ тенденции и перспективы развития» (г. Новосибирск). Выводы также представлены на конференции «Финансовые резервы экономического роста России» РЭУ им. Г. В. Плеханова. (г. Москва).

Основные положения и выводы исследования опубликованы в 8 статьях авторским объёмом в 7,1 п. л., в том числе 4 статьи в изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией при Министерстве образования и науки Российской Федерации, 1 статья в Scopus.

Структура диссертации соответствует реализации цели и задач исследования. Диссертация состоит из введения, в котором обосновываются актуальность и значимость данной работы, трех глав, заключения, в котором отражаются основные выводы исследования, списка использованной литературы и приложений.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Определен категориальный аппарат исследования, развивающий теорию финансов, в части авторской трактовки понятия «механизм портфельного управления на рынке ценных бумаг» как совокупности приемов и методов макроэкономического анализа экономики, фундаментального анализа финансовых рынков и технического анализа динамики цены активов для качественного отбора ценных бумаг, позволяющих решить инвестиционные задачи в соответствии с ожидаемой доходностью и установленным уровнем риска.

В проведенном исследовании представлен исторический путь развития механизма портфельного управления с присущими каждому периоду развития минусами и плюсами. Современный этап представляет собой комплексный подход к портфельному управлению активами на рынке ценных бумаг, состоящий из ключевых аспектов Top Down и Bottom Up анализов, позволяющий учитывать и минимизировать как несистематические (диверсифицируемый) риски, так и макроэкономические риски, последствия которых оказывают воздействие на различные уровни экономики и эффективность хозяйствующих субъектов, что классический портфельный подход сделать не позволял, так как не охватывал макроуровень в механизме управления портфелем. Комплексный подход состоит из трех этапов: исследование макроэкономического уровня, исследование динамики развития секторов, анализ отчетности компаний внутри определенных сильных и слабых секторов. Реализация подхода включает в себя три ключевых вида анализа:

- макроэкономический анализ, позволяющий определить фазу экономического цикла развития анализируемой страны и качественно спрогнозировать динамику финансовых активов;
- фундаментальный анализ финансовых рынков, позволяющий на основании справедливой оценки финансовых активов определить сильные и слабые компании внутри каждого сектора;

- технический анализ, дающий возможность определить математические характеристики финансовых активов для определения ожидаемой доходности и уровня риска;

Также важным элементом современного комплексного подхода к управлению портфелем является система риск – менеджмента, на основе которой определяется вес активов в портфеле, риск на сделку и риск по всему портфелю, исходя из инвестиционной политики. На основании проведенного исследования, предложена авторская трактовка широко используемого в научных работах механизма портфельного управления на рынке ценных бумаг как совокупности приемов и методов макроэкономического анализа экономики, фундаментального анализа финансовых рынков и технического анализа динамики цены активов для качественного отбора ценных бумаг, позволяющих решить инвестиционные задачи в соответствии с ожидаемой доходностью и установленным уровнем риска. Такой подход к определению данного понятия подчеркивает ключевые аспекты, используемые в современном механизме портфельного управления.

2. Предложен гибридный способ инвестирования, состоящий из спекулятивного и портфельного подходов к управлению финансовыми активами в рамках одного финансового счета, позволяющий повысить качество управления ценными бумагами на российском фондовом рынке.

Проведенные исследования показали, что возможно повысить доходность управлением портфелем ценных бумаг при качественном сочетании спекулятивного подхода и диверсифицированного портфеля ценных бумаг в рамках одного финансового счета. Подход к управлению на фондовом рынке зависит от уровня его волатильности. Высокая волатильность является благоприятной характеристикой состояния фондового рынка для спекулятивного подхода и неблагоприятной для портфельного управления. Это связано с тем, что при высокой волатильности корреляция между торговыми инструментами на фондовом рынке стремится к 1 и это, в свою очередь, разрушает основу портфельного управления, заключающуюся в диверсификации активов.

Анализ волатильности базируется на статистике индекса российского фондового рынка RTS и двух ключевых зарубежных индексов S&P (США), DAX

(Германия), являющихся лидерами по количеству портфельных инвестиций. Исследование показало, что на фондовом рынке Германии в 70% времени целесообразно использовать портфельный подход, в 30% случаях спекулятивный подход показал большую доходность. На фондовом рынке США в 78% времени портфельный подход предпочтительней, и лишь в 22% случаев спекулятивный подход показывает доходность выше портфельного. По российскому индексу, на основе проведенного в диссертации математического и статистического анализ, был получен результат, при котором портфельный подход немного превосходит по времени применения спекулятивный подход и на фондовом рынке России в 54 % времени следует использовать портфельный подход к управлению активами, а в 46 % спекулятивный подход

Изучение волатильности индекса RTS за последние 5 лет, основанное на показателе технического анализа среднего истинного диапазона (average true range) от самого высокого до самого низкого показателя на дневном временном тайм-фрейме (High to Low Average True Range) по индексу RTS, показывает, что эффективность портфельного управления на российском фондовом рынке будет расти (Таблица 1).

Таблица 1 – ATR индекса RTS (2012–2017)

Годы				1	3	5
Дни	5	20	60	250	750	1250
ATR	1,14%	1,15%	1,16 %	1,43 %	2,19 %	2,13%

Источник: рассчитано автором по данным Московской биржи

Средний дневной показатель ATR был наибольшим за период в три года и составил 2,19%. За последний год средний дневной показатель ATR снизился. Рынок уже в целом привык к текущей геополитической нестабильности и к ценовым диапазонам основных драйверов (нефть, курс рубля), что является позитивным сигналом для использования механизма портфельного управления. Эта позиция усиливается направлением фискальной и монетарной политики, которые призваны снизить волатильность финансовых активов на фондовом и валютном рынках.

Анализ ожидаемой волатильности, представленный в диссертации, проводился на основании индексов волатильности VIX, VDAX и RVI, которые рассчитываются на базе формулы Блэка — Шоулза, базовыми активами

являются фондовые индексы S&P, DAX и RTS соответственно. Зарубежные ученые и портфельные управляющие ключевым значением ожидаемой волатильности считают 25%¹ и изменение относительно данного уровня исследовалось в работе. Анализ ожидаемой волатильности наглядней подтвердил данные, полученные при анализе исторической волатильности, где портфельный подход доминирует над спекулятивным подходом по индексам США и Германии и где значимость портфельного подхода составляет 83% и 80% соответственно. По индексу фондового рынка Российской Федерации спекулятивный подход доминировал над портфельным подходом, и за период с 2013 - 2017 гг. волатильность находилась на приемлемом уровне (ниже или равна 25 пунктам) в 48% времени.

Проведенный анализ на базе описательной статистики и ожидаемой волатильности доказал, что на российском фондовом рынке спекулятивный и портфельный подходы равны в своей значимости, но с каждым годом портфельный подход становится все более эффективным. Прибыльность портфельного управления на российском фондовом рынке будет только расти, потому что современные условия функционирования мировой экономики (валютная и торговые войны, популяризация протекционизма, закрытые рынки капитала для Российской Федерации) подталкивают Правительство и Центральный банк России на развитие и стимулирование проектов, направленных на повышение независимости экономики страны для поддержания экономической стабильности.

3. На основе запаздывающей корреляции фондовых индексов и макроэкономических показателей сформированы два кластера этих показателей (опережающие и подтверждающие) для их включения в макроэкономическую методику прогнозирования динамики фондового рынка Российской Федерации, повышающую качество прогнозирования динамики российского фондового рынка.

Впервые классификацию макроэкономических индикаторов на опережающие, подтверждающие и запаздывающие предложило NBER (The National Bureau of Economic Research) США, на базе которой исследовательское

¹ Institute of Trading and Portfolio Management [Electronic resource] – URL: <http://www.institutrade.com/education/professional-trading-masterclass?opt=1>. (дата обращения 20.10.2015)

объединение The Conference Board создало опережающий индикатор (Leading Indicator) по экономике США, который в свою очередь использован в диссертации для поиска и отбора макроэкономических индикаторов для экономики России.

Ключевым макроэкономическим показателем является внутренний валовый продукт (ВВП). Исходя из роста или падения данного показателя, можно сделать вывод о росте или падении доходности компаний и положительной или негативной динамики на фондовом рынке.

На практике индексы фондового рынка являются опережающими показателями по отношению к ожидаемому ВВП, так как участники торгов закладывают прогнозные значения ожидаемого ВВП и, исходя из этого, совершают операции купли – продажи фондового индекса, поэтому следует подбирать макроэкономические индикаторы, которые будут также опережать ВВП и закладывать прогнозы будущих периодов. Чтобы выбрать эффективные макроэкономические показатели для качественного прогнозирования движения фондового рынка, проанализирована структура ВВП Российской Федерации. Для этого по данным Росстата определены компоненты ВВП по расходам за 2017 год (Таблица 2).

Таблица 2 – Компоненты ВВП по расходам в России 2017 г.

Компоненты ВВП	Вес
Расходы домашних хозяйств на конечное потребление	53,833%
Расходы на конечное потребление некоммерческих организаций	0,409%
Правительство - Расходы на конечное потребление	19,177%
Валовое накопление	20,091%
Экспорт	27,692%
Импорт	-23,434%
Статистическое расхождение	2,232%
Итого	100%

Источник: рассчитано автором по данным Росстата

Произведённые в диссертационном исследовании расчеты показали, что ключевым компонентом ВВП России являются расходы домашних хозяйств на конечное потребление. Их доля в структуре ВВП Российской Федерации по расходам составляет 53,8%, из которых доля в 60% принадлежит сфере услуг, а

40% -сфере производства. Именно это стоит учитывать при поиске значимых макроэкономических индикаторов для создания качественной внутристрановой макроэкономической методики. Исходя из анализа макроэкономических индикаторов по экономике России на основании тесноты связи с ключевым макроэкономическим показателем ВВП и фондовым индексом RTS доказано, что наибольшую эффективность продемонстрировали макроэкономические индикаторы, которые сформировали опережающий кластер макроэкономических показателей для прогнозирования динамики экономики и фондового рынка Российской Федерации (ранжированы по значимости):

- индекс деловой активности в промышленной сфере (PMI) (Рисунок 1);
- индекс деловой активности в сфере услуг (NMI);
- индекс потребительских настроений;
- доходность 10 – летних государственных облигаций. Спред 2-летними и 10-летними государственными облигациями;
- индекс фондового рынка (RTS).

Каждый из представленных макроэкономических индикаторов имеет опережающую положительную корреляцию с опережением по отношению к ВВП в 3 – 6 месяцев и в 1 – 3 месяца по отношению к фондовому рынку (Рисунок 1). Данные индексы в совокупности позволяют определить тенденции во всех ключевых областях экономики: производство, сфера услуг, долговой рынок, уровень ожидаемого потребления.

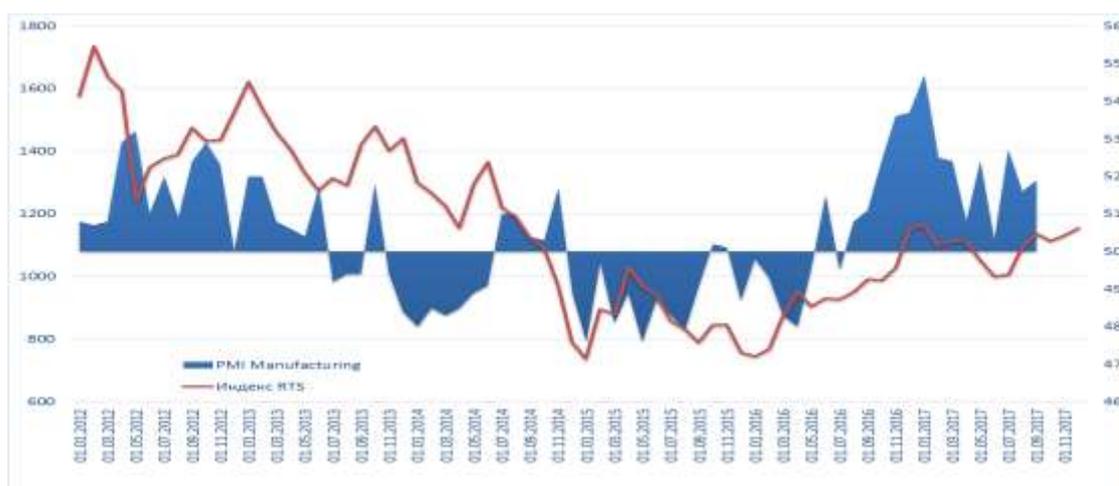


Рисунок 1 – Индекс RTS и индекс Manufacturing PMI

Источник: составлено автором по данным Московской биржи и Markit Economics

На основании исследования кластер подтверждающих макроэкономических индикаторов включает:

- реальный ВВП (Рисунок 2);
- индекс промышленного производства;
- показатели инфляции (потребительская, производственная);
- информация по рынку труда (занятость, количество новых рабочих мест вне сферы сельского хозяйства).

В результате исследования было доказано, что подтверждающие макроэкономические индикаторы соответствуют состоянию экономики в целом и являются свидетельством правильности прогнозов, определенных на этапе анализа опережающих макроэкономических индикаторов (Рисунок 2).

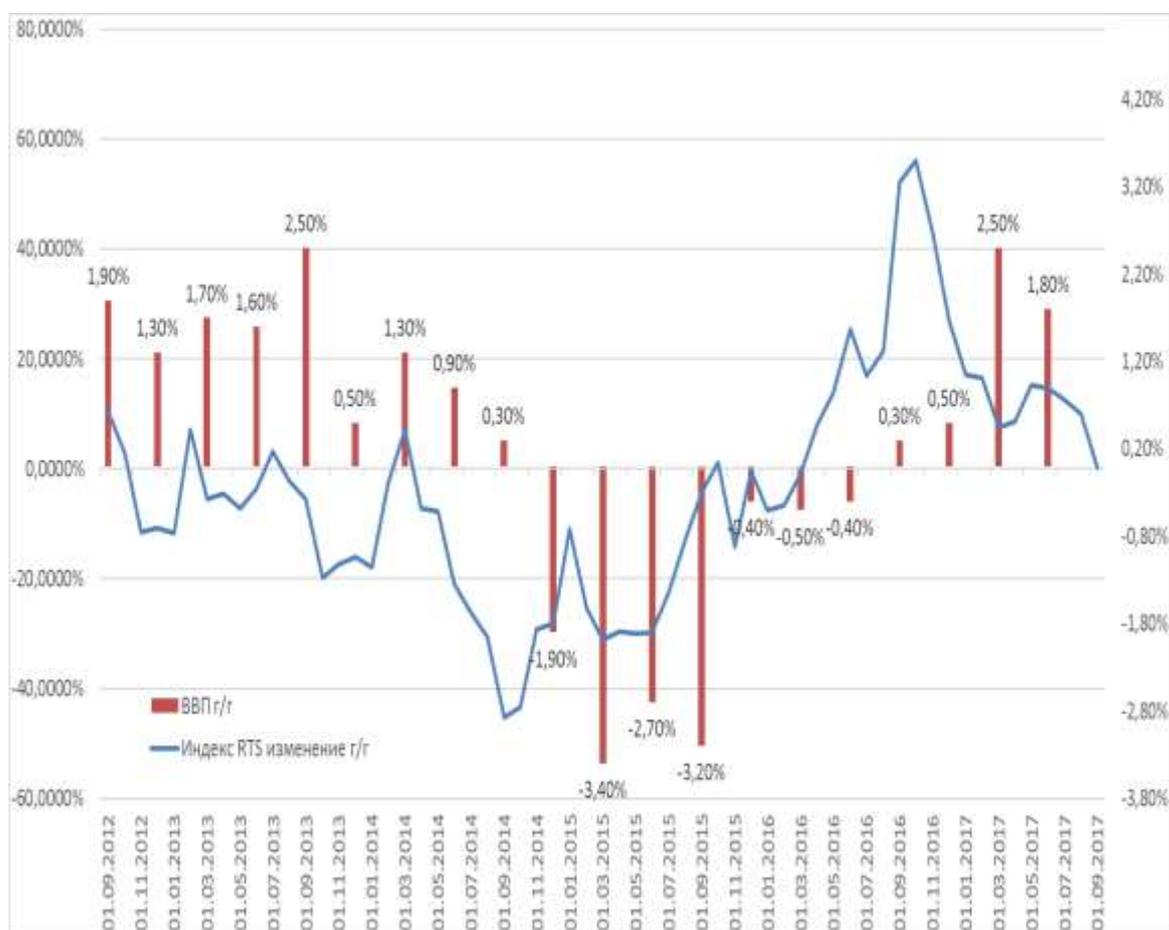


Рисунок 2 – ВВП г/г и индекс RTS изменение г/г

Источник: составлено автором по данным Росстата и Московской биржи

4. Определены макроэкономические индикаторы (Manufacturing PMI Russia, Service PMI Russia, индекс потребительских настроений, спред между 2-х летними и 10-летними государственными облигациями и индекс

волатильности) как рыночные ориентиры, критерии перехода от спекулятивной модели управления активами к механизму формирования портфеля ценных бумаг, обеспечивающему повышение эффективности управления активами на российском фондовом рынке.

В диссертационном исследовании представлены три подхода к управлению активами на фондовом рынке: спекулятивный, краткосрочный и долгосрочный портфельные подходы. Спекулятивный подход предполагает покупку - продажу активов в краткосрочном временном диапазоне (внутридневной, 1-5 дня), получение дохода на быстрых импульсивных краткосрочных движениях цены. Краткосрочный портфельный подход предполагает покупку – продажу активов во временном диапазоне 1-3 месяца и долгосрочный портфельный подход, предполагающий приобретение акций сильно недооцененных компаний на длительный срок: от года и более. При использовании подхода краткосрочного портфельного управления для повышения эффективности следует реагировать на изменение конъюнктуры рынка и в нужный момент хеджировать позиции в портфеле или переходить к спекулятивному подходу к управлению активами.

В диссертации предложено определять период перехода от портфельного управления к спекулятивному на основе динамики отобранных опережающих макроэкономических показателей и индекса ожидаемой волатильности по ключевому фондовому индексу российского фондового рынка RTS. Группа (кластер) отобранных опережающих индикаторов позволяет спрогнозировать динамику экономики России на ближайшие 1-2 квартала и динамику фондового рынка России на 1-3 месяца. В случае обнаружения положительной динамики опережающих макроэкономических индикаторов ожидается повышательный тренд на российском фондовом рынке при низкой волатильности цен акций. В данный период следует использовать портфельный подход к управлению активами. В случае негативной динамики по опережающим макроэкономическим индикаторам ожидается понижательный тренд на российском фондовом рынке и повышение уровня волатильности. Это чаще всего приводит к стремлению всех активов к корреляции, равной 1, что

повышает эффективность использования спекулятивного подхода к управлению активами в данном периоде.

Согласно разработанной в диссертации методике, следует пристально следить за изменением индекса ожидаемой волатильности, так как высокая волатильность снижает эффективность использования диверсификации по портфелю. Под диверсификацией имеется в виду не только количество акций различных компаний и отраслей в портфеле, но также возможность открытия разнонаправленных позиций. В мировой практике индекс волатильности, показывающий быстрое импульсивное движение выше 25 пунктов, говорит об увеличении спекулятивных настроений. Также необходимо обращать внимание не только на фактическое значение ожидаемого индекса волатильности, но и на его изменение относительно предыдущего закрытия. Проведенный эмпирический анализ показал, что как только ожидаемая волатильность за одну торговую сессию возрастает на 8% и более следует сократить портфельные позиции на 50% и использовать освободившиеся денежные средства для краткосрочной спекуляции сроком 1 – 5 дней. За анализируемый период обнаружено 87 случаев повышения ожидаемой волатильности на 8% и более за один торговый день. Из них 54 раза (62% времени) динамика цен на индекс RTS была отрицательной, и рынок снижался в текущую и последующие торговые сессии (1 – 5 дней) в среднем на 3,2% (Рисунок 3). Анализ изменения ожидаемой волатильности производится на основании соотношения цены открытия текущей торговой сессии к цене открытия предыдущей торговой сессии, значит уже на момент начала торговой сессии управляющий портфелем будет в курсе изменения ожидаемой волатильности и сможет произвести необходимые действия для сокращения рисков просадки по портфелю. Отслеживание данного параметра подсказывает, когда надо менять модель поведения на рынке и переходить от краткосрочного портфельного управления к спекулятивному управлению активами.

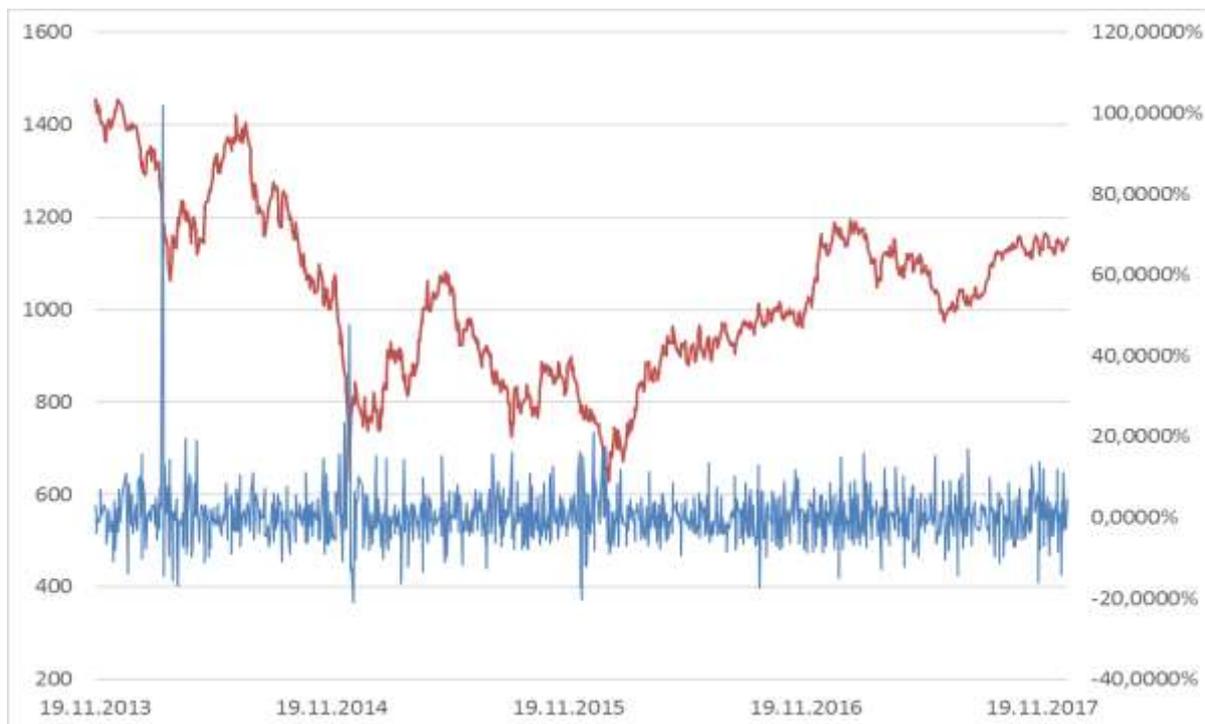


Рисунок 3 – Индекс RTS и изменение индекса ожидаемой волатильности (RVI)

Источник: составлено автором по данным Московской биржи

5. Разработаны системы оценок для различных по характеру опережающих и подтверждающих макроэкономических индикаторов, адаптированных для механизма портфельного управления и позволяющих прогнозировать дальнейшую динамику фондового рынка Российской Федерации.

Использование разработанной в диссертации методики внутривостранового макроэкономического анализа как инструмента портфельного управления логично. Первая его стадия охватывает анализ опережающих макроэкономических индикаторов, которые определены в диссертационном исследовании. В результате формируются представление о дальнейшем развитии экономики страны (на ближайшие 3 – 6 месяцев) и торговые рекомендации для покупки сильных активов в портфель и продажи слабых активов. Вторая стадия – на основании подтверждающих макроэкономических индикаторов определяется правильность сформированных прогнозов и тенденций развития экономики. Третья стадия: на основании первых двух стадий прогнозируются действия регуляторов (Правительства России и Центрального банка Российской Федерации) в сложившейся экономической ситуации.

В методике используются три типа показателей, для которых разработаны системы оценок. 1. Mean reversion показатели или показатели, движущиеся около своих средних значений, где на основании истории и тесноты их динамики с ВВП и фондовым индексом предложены системы оценок, позволяющие прогнозировать динамику экономики и фондового рынка России. К таким показателям относятся PMI Service, PMI Manufacturing, индекс потребительских настроений. 2. Трендовые показатели представляют собой однонаправленные отрицательные или положительные значения. К данным показателям относятся индекс промышленного производства и доходность 10 – летних облигаций Правительства России. 3. Макроэкономические показатели на основании описательной статистики, определяющие исторически оптимальные значения, соответствующие положительной динамике экономики и фондового рынка, и экстремумы, говорящие о текущих или ожидаемых аномалиях в экономике и положительной или отрицательной динамике котировок на фондовом рынке. К данным показателям относятся показатели потребительской и производственной инфляции и показатель спреда между 2-летними и 10-летними государственными облигациями.

Для формирования торговой рекомендации по предложенной в диссертации методике анализ этих показателей базировался на данных с января по апрель 2017 года по опережающим макроэкономическим индикаторам, которые позволили качественно спрогнозировать развитие экономики (динамику подтверждающих макроэкономических индикаторов) на ближайшие 6 месяцев. Проведенный в диссертации анализ опережающих индикаторов позволил получить следующий результат (Таблица 3):

Таблица 3 – Анализ опережающих макроэкономических индикаторов российской экономики на май 2017 г.

Индикатор	Развитие экономики/торговая рекомендация
Manufacturing PMI	Положительный ВВП 2–3 кв. 2017 / Long фондового рынка России
Service PMI	Положительный ВВП 2–3 кв. 2017 / Long фондового рынка России
Индекс потребительских настроений	Нулевое или низко положительный ВВП 2–3 кв. 2017 / Long фондового рынка России

Продолжение таблицы 3

Доходность по 10-летним государственным облигациям. Спред между 2-летними и 10-летними государственными облигациями	Очень низкий или негативный ВВП/ Short фондового рынка России.
Индекс RTS	Положительный ВВП

Источник: составлено автором по данным Московской биржи, Markit Economics и Levada Analytics Center

На основании проведенного исследования отобранные опережающие макроэкономические индикаторы в совокупности на второе полугодие 2017 года прогнозировали положительную динамику в экономике и на фондовом рынке России.

Подтверждающие макроэкономические индикаторы в шестимесячный период (май – октябрь 2017 года) подтвердили сценарий положительной динамики в экономике страны, спрогнозированный на основании опережающих индикаторов, и в последующие 6 месяцев 2017 года произошел рост ВВП за 2 – й и 3 – й квартал на 2,5% и 1,8% к аналогичному периоду годом ранее соответственно. Индекс промышленного производства демонстрировал рост все последующие 6 месяцев по отношению к предыдущему месяцу и продемонстрировал 5 показателей роста по отношению к аналогичному месяцу предыдущего года. Индекс производственной инфляции пришел в норму и приблизился к своему среднему значению, не показав ни одного значения за пределами одного стандартного отклонения. Единственный подтверждающий индикатор, который не продемонстрировал оздоровления экономики, — это потребительская инфляция, которая за анализируемый период показала очень низкие исторические значения. Это объясняется жесткой политикой Банка России и более длительным лагом за анализируемый период показателя потребительской инфляции, чем других подтверждающих макроэкономических индикаторов.

Результаты проведенного в диссертации анализа показали, что в 2017 году разработанная внутристрановая макроэкономическая методика подтвердила свою эффективность и спрогнозированная положительная динамика во второй половине 2017 года на двух ключевых индексах российского фондового рынка

полностью реализовалась. В результате индекс ММВБ укрепился на 9,763%, а индекс RTS на 7,598%.

В работе также проведен анализ эффективности разработанной методики в период глубокой рецессии. Для анализа использовались данные первых пяти месяцев 2015 года. На основании проведенного исследования был сделан вывод, что опережающие индикаторы прогнозируют продолжение рецессии в экономике страны на 2-й и 3-й квартал 2015 года. Аналогичной негативной динамики следовало ожидать и на фондовом рынке страны.

Подтверждающие макроэкономические индикаторы следовали прогнозу, и индекс промышленного производства при изменении год от года за первые 10 месяцев 2015 года показал всего одно положительное значение в январе и 9 отрицательных значений, имея сильный устойчивый негативный тренд. Производственная и потребительская инфляция демонстрировали высокую волатильность, сильно отклоняясь от своих средних показателей в 0,98% и 0,84% соответственно, некоторые значения уходили за историческое значение в два стандартных отклонения. К концу года потребительская инфляция пошла на убыль, оправдывая прогнозы, полученные анализом опережающего макроэкономического индикатора индекса потребительских настроений, согласно которому домашние хозяйства перешли в режим жесткой экономии.

За анализируемый в диссертации период на конец 2015 года ключевой индекс фондового рынка РФ, индекс RTS упал на 26,72%, что доказывает эффективность предложенной в диссертации внутристрановой макроэкономической методики. Таким образом, в диссертации доказано, что предложенная методика является значимым этапом в механизме портфельного управления, поскольку благодаря совокупному анализу опережающих и подтверждающих макроэкономических показателей можно достоверно спрогнозировать тенденции на фондовом рынке в различные периоды экономического цикла.

6. Выявлены условия, позволяющие успешно использовать разработанную внутристрановую макроэкономическую методику для прогнозирования динамики фондового рынка, включающие: формирование национальными институтами и регулятором опережающих

макроэкономических индикаторов, расширение полномочий регулятора рынка, ужесточение законодательства, регулирующего торговлю ценными бумагами.

В диссертационном исследовании эмпирически выявлено расхождение в показателях доходности за анализируемый период между двумя ключевыми индексами российского фондового рынка: Индекса ММВБ и Индекса RTS. Определена основная причина такого расхождения - индекс RTS рассчитывается в американских долларах США, а индекс ММВБ в российских рублях.

Разработанная методика прогнозировала падение фондового рынка России в период глубокой рецессии 2015 года, и как результат, фондовый индекс RTS упал на 26,72%, а вот индекс ММВБ вырос на 4,25%. Ключевую роль в таком расхождении в доходностях двух индексов оказало ослабление курса национальной валюты и курс USD/RUB вырос на 39% за данный период. Выявлено, что предложенная методика внутристранового макроэкономического анализа лучше прогнозирует динамику индекса, рассчитываемого в иностранной валюте (индекса RTS).

Опережающие индикаторы (производство, услуги) составляются зарубежными коллегами из США и в своих оценках затрагивают валютные риски, присутствующие в стране, сильно зависящей от импорта практически во всех сферах. Именно поэтому менеджмент опрашиваемых компаний во время оценки перспектив бизнеса уделяет большое внимание тенденциям на валютном рынке, и за анализируемый период указывал на риски, связанные с усилением ослабления курса национальной валюты, и, следовательно, на рост издержек, вызванный увеличением цены импорта, растущей инфляцией и издержек хеджирования от этих валютных рисков. Перебегающий индикатор потребительских настроений включал в себя опасение потребителей в связи с очень быстрым ростом цен на импортные товары и снижением реальных заработных плат.

Полученный результат свидетельствует о сильном дисбалансе на российском фондовом рынке и отсутствии эффективной биржевой структуры, обеспечивающей обоснованное ценообразование. Это следствие того, что один из ключевых индексов (индекс ММВБ) находился около своих исторических

максимумов, а ключевые опережающие и подтверждающие показатели демонстрировали рецессию и ее дальнейшее продолжение, страна имела подряд пять негативных значений динамики роста ВВП. В то же время другой ключевой индекс фондового рынка России (индекс RTS) полностью отражает сложившуюся ситуацию в российской экономике и доказывает эффективность разработанной методики внутривостранового макроэкономического анализа. Для устранения дисбаланса и повышения эффективности российского фондового рынка в диссертации выдвигаются следующие рекомендации:

- создать собственные национальные институты, компании или подразделения биржи, которые будут заниматься формированием ключевых значимых опережающих макроэкономических показателей аналогично российскому аналитическому центру Левада – Центр, который занимается расчетами индекса потребительских настроений, аналогично Institute For Supply Management (ISM) в США или компаниям Markit (индексы которых использовались в диссертации). Это позволит самостоятельно собирать более достоверную и нужную информацию по производственному сектору, сфере услуг и затратам потребителей и способствует сокращению влияния зарубежных институтов на формирование имиджа отечественного фондового рынка, улучшить качество предлагаемой внутривострановой макроэкономической статистики и увеличить прозрачность нашей экономики;

- максимально диверсифицировать торговый баланс страны как по виду товаров, так и по географии экспорта и импорта, избавиться от “голландской болезни”, увеличить долю остальных экспортируемых товаров и создавать новые продукты для экспорта;

- внести изменения в федеральный закон от 27.07.2010 N 224-ФЗ (ред. от 21.07.2014) "О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" посредством расширения полномочий и вовлеченности Центрального банка в мониторинг сомнительных операций на бирже ММВБ;

- поддерживать и лоббировать интересы, направленные на уход от торговли ключевым для России сырьём: нефтью и газом в долларах США.

Создавать условия и обеспечивать взаимоподдержку при желании рассчитывать по ключевым для страны сырьевым товарам в валюте стран, между которыми непосредственно происходит сделка. Это снизит зависимость экономики страны от потрясений на мировом валютном рынке и уменьшит влияние американской валюты на динамику российского фондового рынка в долгосрочном периоде.

Снижение влияния американской валюты на экономику России в свою очередь приведет к уменьшению волатильности на рынке и повысит эффективность макроэкономического анализа на российском фондовом рынке. В перспективе в результате перечисленных мер возможно будет перевести все расчеты на биржевых площадках в национальную валюту России включая и расчет индекса RTS.

В **заключении** диссертационной работы обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы основные выводы и рекомендации.

III. ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в рецензируемых научных журналах, рекомендованных ВАК при Минобрнауки России

1. Мазаев Н.Ю. Применение внутривострановой макроэкономической методики для прогнозирования динамики российского фондового рынка в период выхода из рецессии 2016-2017 годов // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия "Экономика и право" – 2018 – № 2 – С. 60 – 64 – 0,52 п. л.

2. Мазаев Н.Ю. Волатильность на фондовом рынке и ее роль для портфельного управляющего // Управление мегаполисом – 2015. – № 5 (47). – С. 86 – 92. – 0,90 п. л.

3. Мазаев Н.Ю. Использование фундаментального анализа в управлении портфелем ценных бумаг // Инновации и инвестиции – 2015. – №1. – С. 34 – 37. – 0,60 п. л.

4. Мазаев Н.Ю. Семенкова Е. В. Инвестиционный анализ: аномалии современного фондового рынка // Финансы и кредит. – 2014. – № 43 (619). – С. 2 – 9. – 1 п. л. (авт. 0,50 п. л.)

Статьи в международных изданиях из базы цитирования SCOPUS

5. Mazaev N. Y. The role of macroeconomic analysis in the prediction of Russia's equity market movements // Journal of Engineering and Applied Sciences Pakistan – 2017. – Volume 12. – Issue 4. – 829 – 833 p. – 1,0 p. l.

Статьи, опубликованные в других изданиях

6. Мазаев Н. Ю., Семенкова Е. В., Помаскина О. В., Финогенова Ю. Ю. Учебник “Фундаментальный анализ на рынке ценных бумаг” // РЭУ Им. Г. В. Плеханова. – 2017. – С. 45 – 90. – 17,25 п. л. (авт. 3,0 п. л.)

7. Мазаев Н. Ю. Целесообразность и идентификация разделения спекулятивного и портфельного подходов на российском фондовом рынке // Сборник материалов XXXIV международной научно-практической конференции. “Экономика и управление: анализ тенденции и перспективы развития” г. Новосибирск. – 2017. – С. 182 – 185. – 0,30 п. л.

8. Мазаев Н. Ю. Структура построения макроэкономического анализа для портфельного управляющего на фондовом рынке // Сборник материалов международной научной конференции “Science XXI century” Чехия, Карловы Вары – Россия, Москва. – 2015. – С. 271 – 276. – 0,30 п. л.

МАЗАЕВ НИКИТА ЮРЬЕВИЧ

Развитие механизма управления портфелем ценных бумаг на фондовом рынке России на основе макроэкономической методики

В диссертации на основе исследования портфельного управления на российском фондовом рынке адаптирована к использованию классификация макроэкономических индикаторов и разработана система их анализа, в совокупности представляющая эффективную внутристрановую макроэкономическую методику, способную качественно прогнозировать развитие экономики и динамику российского фондового рынка. Выявлены условия, способствующие повышению эффективности и значимости макроэкономического анализа на фондовом рынке России, позволяющие сократить неопределенность и зависимость экономики страны от внешних факторов. Полученные результаты исследования могут быть использованы для дальнейшего развития макроэкономического анализа в управлении активами на фондовом рынке и в системе высшего образования по курсу «Фундаментальный анализ на рынке ценных бумаг».

MAZAEV NIKITA YURIEVICH

Development of the mechanism of managing the securities portfolio on the Russian stock market based on the macroeconomic methodology

In the dissertation on the basis of portfolio management research on the Russian stock market was adopted classification and developed system of analysis of macroeconomic indicators and in aggregate that represents an in-country macroeconomic methodology capable of qualitatively predicting the development of the economy and the dynamics of the Russian stock market. Formulated conditions that improves efficiency and importance of macroeconomic analysis on the Russian stock market, which allows to reduce the uncertainty and the dependence of the economy on external factors. The results of research can be used for further development of effective macroeconomic analysis in the asset management and applied in the system of higher education at the rate of "Fundamental analysis on the stock market."