



ДНЕВНИК ХЕДЖЕРА

БАРТОН БИГГС О ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Последняя книга Бартон Биггса — это не воспоминания «древнего трейдера», а записки управляющего, который еще пару лет назад «был в рынке». Эта книга о том, что значит быть настоящим профессионалом и зарабатывать на фондовом рынке, несмотря ни на что.

— Денис Матафонов, председатель совета директоров NETTRADER.RU —

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФа](#)

Barton Biggs

Diary of a Hedgehog

Biggs' Final Words on the Markets



WILEY

John Wiley & Sons, Inc.
New Jersey

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФа](#)

Бартон Биггс

Дневник хеджера

Бартон Биггс о фондовом рынке

Перевод с английского Александра Сухорукова

Москва
«Манн, Иванов и Фербер»
2015

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФа](#)

Содержание

Предисловие от партнера издания	11
Обращение к читателям	13
Предисловие	17
Середина 2010 года	21
Возвращение налоговой политики Франклина Рузвельта	23
Стоя у самого берега	35
Сохраняйте длинные позиции, но следите за движением цен	41
Сейчас не время колебаться, Джордж!	46
Ошибиться нельзя: усиление количественного смягчения — большое дело	52
Лучшие и самые блестящие все еще зализывают раны	58
Свой бэксвинг не увидишь	66
Огонь и лед	69
Ежедневно пропускайте хотя бы одно совещание	82
Стойте на своем	89
Вторая фаза циклического «бычьего» рынка	93
Это неблагоприятное слово «аналитик»	101
2011 год	109
Выбирайте длинные позиции, но следите за сигналами рынка	111
Хорошенько взболтайте перед употреблением	121
Шикарный обед при свечах	130
Интересная история от Стивена Коэна	135
Канарейка в угольной шахте?	140
По-прежнему стою на своем	147
Рынок учитывает все	152
Безумие толпы	157
Землетрясения и акции	163

Японская головоломка	170
Начинайте покупать на откате	184
Отставить страхи	189
Свенсен и Йель	194
«Атлантический кризис».....	204
Отключитесь от Bloomberg, избегайте вавилонского столпотворения	208
Новое лицо Китая	214
Собирая «гроздь собственного гнева»	222
В следующий раз наказанием станет огонь	228
Долина Смерти	231
Дабы забыть мы не смогли	237
«Если вы идете сквозь ад, не останавливайтесь!»	241
Начинайте думать о покупках	247
Агностик-оптимист	254
Ставлю на продолжение роста рынка	261
Правда освободит вас, но для этой цели неплохо подойдет и шардоне	268
Инвестирование в мире, освещаемом лишь пожарами	273
Прямые инвестиции	277
Еще одно цунами	296
2012 год	303
Трудное решение	305
Никакой болтовни и вранья	312
Престарелый ребенок отправляется на технологическую конференцию	319
Вероятность финансового апокалипсиса слабеет	327
Симпсон–Боулз навсегда	332
Хорошенько встряхните перед употреблением	339
Ситуация усложняется	343
Заключение	352
Памяти Бартон Биггса	362
Благодарности	364

*Над шрамами смеются только те,
Кто сам ни разу не изведal раны*.*

Шекспир. «Ромео и Джульетта».
(Реплика Ромео в сцене II акта II)

* Перевод О. Сороки. *Прим. пер.*

Предисловие от партнера издания

Мое знакомство с Бартоном Биггсом началось, пожалуй, как и у большинства читателей — с книги «Вышел хеджер из тумана», которую мы вместе с издательством «Манн, Иванов и Фербер» выпустили несколько лет назад*. Это была удивительная книга — простая и понятная любому новичку, затрагивающая до глубины души той простотой, с которой Биггс, казалось, принимал трудные решения. Той простотой, с которой он описывал сложные вещи. Создавалось ощущение, что самые продвинутые в мире инвесторы рассуждают простыми и доступными категориями.

Однако все изменилось после прочтения «Дневника хеджера». Это в буквальном смысле дневник трейдера, дневник инвестора, где скрупулезно собраны размышления Биггса о текущем положении его фонда и о том, что он будет делать дальше. События, о которых идет речь в книге, случились не так давно и находятся, можно сказать, в «короткой памяти». Это не воспоминания некоего древнего трейдера, это записки управляющего, который еще пару лет назад «был в рынке». Я помню всё, что описывает Биггс, и отчетливо понимаю, сколь поверхностно я сам анализировал ситуацию в сравнении с ним.

* Биггс Б. Вышел хеджер из тумана. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2010. *Прим. ред.*

Поражают две вещи: детализация анализа и непредвзятость суждений. Прежде всего, отмечаешь про себя тот факт, что Бартон помнит какое-то невероятное количество показателей и смотрит на рынок не локально, а глобально. Его интересует и внутренняя политика Китая, и рассчитываемые университетами индексы, и много чего еще. При этом интересуют не теоретически, а практически, ведь он, судя по всему, каждый день анализировал и оценивал всю эту массу информации.

Второй важный момент — это умение пересматривать собственное мнение под влиянием тех или иных факторов. Пересматривать быстро и безжалостно. Биггс не верит самому себе, и, как только что-либо происходит или меняется, он решительно пересматривает свое мнение, не теряя ни минуты. Никогда не встречал на рынке таких людей. Обычно происходит как раз наоборот — несмотря на перемены, инвестор продолжает слепо верить в какую-то свою собственную теорию.

«Дневник хеджера» не стоит читать начинающим — эта книга для специалистов. О том, что значит быть настоящим профессионалом на фондовом рынке. О том, насколько это сложная работа и о том, насколько она скучная! Да-да, скучная — а вы как думали? Каждый день перелопачивать сотни отчетов — это совсем не то, что показывают в фильмах о биржевиках и трейдерах. Увы, но такова реальность.

Бартон Биггс был великим инвестором. Светлая ему память и спасибо за его книги.

*Денис Матафонов,
председатель совета директоров NETTRADER.ru*

Обращение к читателям

Через три дня после того, как в этом дневнике была сделана последняя запись, я разговаривал с отцом по телефону, и он сообщил, что чувствует себя совершенно больным. Я был удивлен, поскольку отец редко признавался в том, что болеет, но когда он сказал, что уже ходил к врачу, который прописал какие-то лекарства, я немного успокоился. «Должно быть, это грипп, — сказал мне отец. — Чувствую себя паршиво».

Через полтора дня состояние отца ухудшилось до такой степени, что его пришлось срочно везти в отделение интенсивной терапии. Анализы показали, что болен отец не гриппом. У него были симптомы опасной стафилококковой инфекции, которая, возможно, попала в кровь через небольшой порез или царапину.

В течение нескольких следующих недель отец боролся с инфекцией с присущим ему упорством и стоицизмом. Но заболевание вместе с так называемыми лекарствами вызвало тяжелые осложнения. В конце концов стало ясно (ему раньше, чем его родным и близким), что в этой битве ему не победить. Последние свои дни отец провел дома, в окружении близких друзей, детей, внуков и родственников. В один воскресный вечер, через семь недель после нашего телефонного разговора, отец скончался в своей спальне.

Мой отец считал, что выдающийся инвестор должен постоянно учиться. Отец изучал историю и литературу, мог

при обсуждении вопросов инвестирования процитировать Фроста или Йейтса или сослаться на урок какой-то великой битвы какой-то прошлой войны. Для него философские и психологические концепции были так же важны, как и графики и статистические данные. Он часто уподоблял инвестирование сражению и говорил о выживаемости инвестиций в категориях, в которых обычно говорят о вопросах жизни и смерти. Несомненно, во многом успех, которого отец добился как инвестор, можно объяснить его способностью смотреть на работу сквозь широкую призму жизни.

За последние три месяца я осознал, что это взаимообратная зависимость: не только знание и понимание основных законов жизни помогало отцу справляться с трудностями инвестирования, но и опыт решения инвестиционных задач приходил на помощь, когда надо было преодолевать жизненные невзгоды. Меня поражают параллели между тем, как отец встречал трудности, с которыми в последние годы он сталкивался как инвестор, и тем, как он встретил трудности последних недель своей жизни. И как инвестор, и как человек отец был реалистом, способным оценивать ситуацию такой, какова она есть, логично и четко. Хотя отец в глубине души всегда был оптимистом, когда в инвестировании и жизни наступал момент посмотреть неприятным фактам в лицо, он делал это смело.

Сознаюсь: до этого лета меня занимал вопрос, боится ли отец смерти. Он приложил немало усилий, чтобы в своем возрасте оставаться молодым. Он поддерживал отличную физическую форму, занимался альпинизмом, теннисом и даже контактным футболом еще многие годы после того, как большинство его ровесников перешли к занятиям, требующим меньшего напряжения. В профессиональном плане

он и не думал об уходе от дел, а в интеллектуальном — сохранял свежий взгляд на современную культуру и происходящие в мире события, тогда как многие его сверстники стали мыслить очень узко. Итак, хотя мне не очень нравится обо всем этом говорить, меня всегда интересовало, какова будет его реакция, когда ему придется столкнуться с собственной тленностью.

Проводя с ним его последние дни, я получил ответы на свои вопросы. Когда смерть стала неотвратимой, он, казалось, был спокоен, принимая неизбежное, и, пожалуй, даже немного хотел узнать, а что ждет его после смерти. Я ощущал его спокойствие, ясность ума и доброжелательность к окружающим. Никакого страха я у отца не заметил. Прочитав его книгу, я понимаю, что такому отношению он научился, решая вопросы инвестирования, те самые вопросы «жизни и смерти» инвестиций, которыми он занимался ежедневно. И полученный опыт помог отцу встретить смерть с достоинством — сильным, смелым человеком.

Бартон Биггс-младший

Предисловие

Макроинвестирование в той форме, в какой я пытаюсь его применять, — дело простое, но никогда не дается легко.

Трудность не только в том, чтобы, не поддаваясь влиянию глобальных внешних факторов, удачно разместить активы. Хорошая осведомленность, вдумчивый анализ, скорость, но не импульсивность реакции, а также знания истории взаимодействия компаний, секторов, стран и категорий активов при схожих обстоятельствах — важные составляющие достижения золотой середины, к которой мы все так отчаянно стремимся. Наличие целостной картины мира принципиально, но быть Генри Киссинджером*, созерцающим из окна далекие горизонты и вынашивающим глубокие, будоражащие мир, стратегические идеи, необязательно.

В этом деле не существует взаимосвязей и формул, которые работали бы всегда. Решения о размещении активов, основанные на математических расчетах и уравнениях, неизменно проваливаются, потому что они годятся только для предыдущего цикла, тогда как следующий рыночный цикл является тайной, покрытой мраком. Успешный

* Генри Киссинджер — американский государственный деятель, дипломат и эксперт в области международных отношений; советник по национальной безопасности США в 1969–1975 гг. и государственный секретарь США в 1973–1977 гг. *Прим. науч. ред.*

макроинвестор должен представлять собой некое волшебное сочетание прозорливого аналитика, знатока в области инвестиций, слушателя, историка, биржевого спекулянта и ненасытного любителя чтения. Чтение имеет ключевое значение. Наилучшим образом это сформулировал Чарли Мангер*, великий инвестор и мудрец: «За всю свою жизнь я не встречал ни одного умного человека — в широком смысле этого слова, — который бы не имел привычки все время читать, ни одного. Я знаю много умников, которые, работая в узкой сфере деятельности, обходятся без чтения. Но инвестирование — это обширная сфера деятельности. Поэтому если вы полагаете, что сможете преуспеть в ней без чтения, то здесь я с вами не соглашусь».

Процесс размещения инвестиций — это только полдела. Другой весомый компонент — борьба с самим собой и выработка иммунитета к психологическому воздействию колебаний рынка, карьерных рисков, давлению бенчмарков**, к конкуренции и чувству одиночества бегуна на длинные дистанции. Мы все в той или иной степени подвержены пагубному и разрушительному влиянию таких напастей, и простых ответов здесь нет. Возраст и опыт в некоторой степени смягчают нашу реакцию, но мы остаемся такими, какие мы есть. Я пришел к убеждению, что дневник личных инвестиций — шаг в правильном направлении в попытке справиться с этим давлением, познать себя и улучшить свою инвестиционную деятельность.

* Чарльз Мангер — известный американский инвестор, юрист и филантроп, вице-президент инвестиционного фонда Berkshire Hathaway, партнер Уоррена Баффета. *Прим. пер.*

** Бенчмарк — показатель, используемый для оценки состояния рынка или его сегментов. Чаще всего в роли бенчмарков выступают фондовые индексы. *Прим. науч. ред.*

Дневник следует вести в решающие моменты, в разгар событий, а не задним числом. Ценность его в том, что позднее вы увидите, о чем вы думали и что чувствовали, находясь в контексте событий, и в чем вы в тот момент были правы, а в чем заблуждались. Моим дневником инвестиций текущих кризисных лет, которые, кажется, тянутся бесконечно, являются мои записи для Itau* и мои письма инвесторам. Когда я их просматриваю, то прихожу в ужас от того, сколько часто я, находясь под влиянием переменчивого хода борьбы (да, это и есть самая настоящая борьба — борьба за выживание инвестиций), принимал неправильные решения.

* Bank Itau BBA. *Прим. пер.*

Середина 2010 года

[Почитать описание, рецензии и купить на сайте МИФа](#)

Возвращение налоговой политики Франклина Рузвельта

После очень сильного 2009 года на рынках чувствовалось оживление большую часть апреля, и складывалось впечатление, что «мы, наверное, вне опасности». Многие биржевые игроки все еще зализывали раны, но уже переживали радостное возбуждение. В марте рынок поднялся почти на 6%, а затем, в начале мая, наступила болезненная коррекция. И снова раздались призывы: «Продавай в мае и уходи с рынка».

Я начинаю этот дневник в первых числах июля 2010 года, когда индекс S&P пошел вниз. За прошлый календарный год рынок потерял 6,6% стоимости. Невеселое время. Как увидите, я был слишком осторожен, а потому упустил первое робкое движение цен вверх. Быки и медведи традиционно выдвигали убедительные аргументы, но по мере снижения рынка для терзаемых неопределенностью душ вроде моей более очевидным становился негативный сценарий. К счастью, длинные позиции по акциям американских нефтегазовых компаний и азиатским ценным бумагам позволили мне держаться прежнего курса. Доход, полученный в июле, был reinvestирован в августе. Мораль истории состоит в том, что вам, возможно, лучше держать порох сухим до тех пор, пока туман войны не рассеется, а потом, в конце августа — начале сентября, снова вступить в игру.

8 июля 2010 года

Фондовые рынки и экономическая статистика слабеют во всем мире. За минувшие две недели показатели занятости, индексы объема производства, индексы цен на жилье и ситуация на рынке капиталов разочаровывали. S&P 500 последние несколько дней топчется на отметках, близких к низшим уровням коррекции рынка в феврале и июне, обновляя минимумы этого года. Доходность государственных обязательств США и Германии минимальна. Тревожит и еще один момент: преждевременно ужесточая налоговую политику, регуляторы близки к тому, чтобы совершить серьезную политическую ошибку, сравнимую с той, которая была совершена в 1930-х годах.



Источник: Bloomberg

Рис. 1. Держи порох сухим, 2010 год

До последнего времени авторитетные источники утверждали, что мировая экономика после энергичного восста-

новления вступает в стадию «более медленного роста»*, которая продлится несколько кварталов. В течение этого периода рост продолжится, но темпы его будут низкими. Было признано, что эффективность программ стимулирования экономики уменьшилась, а восстановление хотя и хорошее, но пока еще неустойчивое. Иными словами, здоровье пациента (то есть мировой экономики) хрупко и уязвимо. Кризис европейского суверенного долга и вопросы финансирования банковской системы тоже вызывали беспокойство. Тем временем в США уверенность потребителей снижалась быстрее, чем ожидалось, а показатели экономического роста (объемы розничных продаж торговых сетей, индексы ISM и PMI**) указывают на почти повсеместное замедление роста. Более зловещим признаком является то, что опережающий индекс Института изучения экономических циклов (ECRI), имеющий отличную историю прогнозов, опустился до 45-недельного минимума самым стремительным образом за последние 50 лет. Инвесторы начали нервничать, хотя бизнесмены, с которыми мы говорили в США, Азии и Европе, рассказывали о высоких объемах заказов и значительной деловой активности.

Впрочем, на этой стадии цикла восстановления, следовавшего за финансовой паникой, сомнения и обеспокоенность по поводу оживления экономики нормальны: «из леса выходят медведи». Именно об этом говорил Алан

* Это ситуация неопределенности, когда неясно, куда пойдет экономика — в рост или на спад. *Прим. пер.*

** Индекс деловой активности и индекс менеджеров по закупкам. В отличие от традиционных страновых индексов, рассчитываемых, как правило, ISM в США и Markit за пределами Штатов, мировые готовятся J. P. Morgan и NTC Research, которые, впрочем, также сотрудничают с ISM. *Прим. пер.*

Гринспен в интервью на прошлой неделе. ISI (International Strategy & Investment) указывает на то, что в сентябре 1992 года, когда экономика находилась в похожей стадии цикла, журнал Time написал:

Экономика США остается практически в коматозном состоянии. Резкий спад и устойчивая слабость наблюдаются в течение самого долгого периода времени после Великой депрессии. Экономику со множеством структурных ограничений (а это не то же самое, что знакомые «циклические» проблемы) пошатывает. Структурные изъяны представляют собой нарушения, с которыми сталкиваешься раз в жизни, и на их преодоление уйдут годы. В числе таких изъянов — нехватка рабочих мест, долговое «похмелье», развал банковской системы, депрессия в секторе недвижимости, взрывной рост цен на услуги здравоохранения и неконтролируемый рост дефицита федерального бюджета.

Этот абзац читается как прогнозы, которые делают сегодня на канале CNBC пророчащие конец света экономисты, фамилии которых начинаются на букву R*. Выдающийся экономист Йозеф Шумпетер любил говорить: «Пессимистичный подход к чему угодно всегда кажется общественности более научным, чем оптимистичный». Оказалось, что осенью 1992 года экономика временно находилась в точке слабости накануне роста цен на акции. Собственно говоря, вот-вот должен был начаться один из величайших в истории периодов «бычьего» рынка.

Однако сложившаяся в данный момент ситуация ведет к ужесточению подхода регуляторов и укреплению позиций сторонников строгой экономии. В конце прошлой недели к общему хору присоединился и председатель Европейского

* Рогофф и Рейнхарт. *Прим. пер.*

центрального банка, известный как человек умеренных взглядов*. Хотя большинство ученых мужей утверждают, что для предотвращения глобальной уязвимости и второй волны кризиса необходим дополнительный налоговый соус, первосвященники, желающие наказать нас за наши грехи немедленными карами, призывают отказаться от стимулирования экономики.

Оказывается, президент Обама — единственный из лидеров «большой двадцатки», призывающий к дальнейшему стимулированию того, что он называет «все еще продолжающимся восстановлением». Ирония заключается в том, что Обаму не слушает даже его собственная страна. Конгресс на прошлой неделе отказался расширить страхование по безработице и рассматривает другие меры ограничения расходов. Учитывая, что промежуточные выборы в Конгресс состоятся всего через несколько месяцев и «чайная партия»** во всеуслышание трубит о своих взглядах, многие конгрессмены готовы одобрить новые программы расходов. Судя по всему, США прекратят в течение ближайших пяти кварталов финансировать программы смягчения действия структурных и циклических факторов (примерно 4,5% реального ВВП) в связи с окончанием периода сокращения расходов и налогов.

* Речь о Ж.-К. Трише. *Прим. пер.*

** «Чайная партия» — это партия идей, она не является официальной, как Демократическая и Республиканская партии, но считается весомой политической силой. В названии используется аллюзия на известное событие американской истории — Бостонское чаепитие (в английском языке игра слов: tea party — это и «чаепитие», и «чайная партия»). 16 декабря 1773 года сторонники независимости североамериканских колоний Великобритании утопили в местной гавани привезенный в Бостон чай (отчего и «чаепитие»). *Прим. ред.*

В других странах принимают жесткие меры налоговой экономии, направленные на сокращение дефицита бюджетов. Так, новое правительство Великобритании представило бюджет, в котором расходы сокращаются на 4,3% ВВП. Новый премьер Японии говорит, что намерен ограничить эмиссию правительственных облигаций и повысить налоги, а налоговая политика европейских стран близка к самому серьезному ужесточению более чем за 40 лет. Яркий пример тому — Испания, Португалия и Греция, где налоговое стимулирование планируется сократить на 5,4, 6,9 и 6,8% ВВП соответственно, а в Германии, Франции и Италии снижение будет менее значительным — на 2% ВВП. Впрочем, выход из рецессии европейских стран (за исключением, пожалуй, Германии) едва ощутим. Развивающиеся страны Азии, где экономический подъем имеет наиболее прочные основания, также ужесточают налоговую политику, а процентные ставки повышают немногие центральные банки региона. Китай, третья по величине экономика мира и один из главных локомотивов экономического развития, по-видимому, пытается снизить реальные темпы роста ВВП с нынешних 10–11 до 7–9% в течение следующих четырех кварталов.

В связи со всем этим люди, вечно ожидающие неприятностей (вроде меня), опасаются того, что США и остальной мир повторят ошибку, которую Франклин Рузвельт совершил в конце 1930-х годов. Испытывая давление консерваторов, которые обвиняли президента в непродуманных действиях и в реализации программ государственных расходов, Рузвельт в начале 1937 года повысил налоги и резко сократил расходы, что в совокупности составило изъятие около 5% из ВВП (примерно такого же объема, какой собираются изъять из ВВП ныне). Затем промышленное производство

резко сократилось, экономика вошла в очередную рецессию, а фондовый рынок, который вырос втрое по сравнению с минимумом, достигнутым в 1932 году, сократился на 50%, потеряв более половины прироста предшествовавших 15 месяцев. В те времена экономика Германии стала сильнейшей экономикой Европы и мира. Страна наращивала военные расходы в преддверии Второй мировой войны, проводя налоговую политику, направленную на стимулирование роста. Правда, тогда не было экономик вроде индонезийской или стран БРИКС (Бразилии, России, Индии, Китая и ЮАР) — этаких машин с миллиардным населением, обеспечивающих высокие темпы роста и обладающих высоким потенциалом.

После финансовой паники, жесткой рецессии и длительного периода «медвежьего» рынка (вроде того, что мы пережили) последовало оживление экономики и фондового рынка, которому удалось вернуть половину понесенных потерь, и это имеет огромное значение для того, что затем происходит с экономикой. Примерно в той стадии оживления, в которой мы сейчас находимся, показателям деловой активности и фондовому рынку свойственно часто менять направление, поскольку инвесторы и бизнесмены еще не оправились от потрясений. Если после оживления экономика не переходит к чему-то более серьезному, чем фаза замедленного роста (скажем, от 2 до 3% реального ВВП в течение двух-трех кварталов), инвесторы начинают проявлять беспокойство, а акции приносят доходность лишь 10–15%. Однако если в экономике происходит очередной спад (в течение двух-четырех кварталов темпы роста реального ВВП составляют всего около 1,5%, а занятость не увеличивается), цены акций могут снизиться на 25–30%, поскольку все начинают бояться очередной рецессии. Если новая рецессия

все же наступит, то снижение цен может оказаться сильнее, чем в конце 1930-х. «Медведи» уже поговаривают о проверке минимумов, достигнутых весной 2009 года.

Оценку осложняет и вопрос, инфляционная или дефляционная складывается картина. В настоящий момент дефляция представляется большей опасностью, чем инфляция. Как показывает пример Японии, дефляция — очень коварная болезнь, поскольку низкие уровни и снижение номинального ВВП сокращают расходы потребителей (которые действуют по принципу «не покупай сейчас, позже это подешевеет») и прибыли корпораций. Если экономика США и мира сползает в длительный застой или новую рецессию, вероятны периоды дефляции. Впрочем, приращения Джима Креймера на канале CNBC по поводу уже наступившей дефляции представляются мне излишне драматичными.

Итак, что, по моему мнению, происходит? Откровенно говоря, у меня нет четкого ответа. Беспокоит тот факт, что правительства, ужесточая налоговую политику, совершают стратегическую ошибку. Большая доза экономии имеет такой же смысл, как кровопускания, которые в XVII–XIX веках применяли при лечении смертельно больных. В конце концов мы должны сократить дефицит государственного бюджета и общий размер долга, но прежде чем повышать налоги и резко сокращать расходы, нам надо обеспечить прочный и самовоспроизводящийся рост американской и глобальной экономики. Действуя преждевременно, регуляторы играют с огнем, и результаты этой игры могут стать катастрофическими. Поскольку в целом я все же оптимист, полагаю, что мы возьмемся за ум при решении политических вопросов. Мировая экономика неустойчива, но постепенно выздоравливает, хотя экономика зрелых развитых стран вполне

может вступить в очередной период замедленного роста. При этом новые экономики становятся серьезной силой и позитивно влияют на положение транснациональных корпораций. Страны БРИКС постепенно переходят от зависимости от экспорта, от производства сырьевых товаров к производству, ориентированному на удовлетворение внутреннего спроса, который и будет определять темпы роста их экономик. И это хорошо.

Приведенная ниже таблица обобщает взгляд на настоящее и будущее. Как можно видеть, впереди намечается небольшой новый спад.

На данный момент я существенно сокращаю долю акций в своем портфеле и полагаю, что открывать длинные позиции по ним можно только в том случае, если у вас есть достаточный резерв денежных средств. Что могло бы заставить меня изменить мнение? Рост занятости в течение нескольких месяцев, стабилизация цен на жилье в США, реальный прогресс в стресс-тестах европейских банков, новые налоговые или монетарные стимулы в США (под последними я имею в виду количественное смягчение, проведенное ФРС). Очевидно, что дальнейшее снижение цен акций и признаки панических распродаж также были бы полезны. В настоящее время, как мне кажется, агрессивные инвесторы начинают понимать обрисованные мною негативные моменты, но пока не занимают соответствующую позицию.

Облигации, к сожалению, сейчас трудно назвать привлекательной альтернативой, если только вы не считаете вероятной рецессию с привкусом дефляции. Цены облигаций уже соответствуют уровням, характерным для ситуации вторичного спада. Суверенные и корпоративные обязательства перекуплены, а большинство других долговых инструментов

Таблица 1. Квартальные прогнозы роста ВВП

	2009 год				2010 год				2011 год			
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
США	-6,4	-0,7	2,3	5,6	2,7	3,5	2	1,5	1,5	2	2	2
Европейский союз	-9,5	-0,5	1,6	0,2	0,8	2,5	1,5	1	1	1	1,5	1,5
Великобритания	-10	-2,7	-1,1	1,8	1,2	2,5	2,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Япония	-16	6,9	0,4	4,6	5	3	1,5	0,5	1	1	1,5	1,5
Китай	7,2	14	10,8	10,8	13	8	9,5	7	8,5	8,5	8,5	8,5
Остальные развивающиеся страны	-11	5,7	8	8,1	4,5	8,3	5,5	4,4	0,4	4,5	5	5
Остальные развитые страны	-7	2,3	1,9	6,3	5,7	3,3	2,5	2	2,5	2,5	2,5	2,5
Развитые страны	-9,2	0,4	1,5	3,2	2,3	3	1,8	1,2	1,5	1,5	1,7	1,7
Весь мир	-7,9	2,9	3,8	5,2	3,9	4,6	3,2	2,4	2,3	2,7	3,1	3,1

Источник: Traxis Partners LP

(вроде высокодоходных облигаций и облигаций развивающихся стран) не показывают потенциала. Высоконадежные корпоративные облигации можно считать наиболее непривлекательными инструментами.

Что касается акций, то первоклассные бумаги американских корпораций, имеющих высокую капитализацию, глобальную сеть франчайзи и хорошую дивидендную доходность, могут стать отличным объектом инвестирования в долгосрочной перспективе. В частности, весьма привлекательны акции технологических компаний высокой капитализации, производителей оборудования, нефтесервисных предприятий, фармацевтических компаний, производителей потребительских товаров циклического спроса, а также, возможно, паи инвестиционных трастов недвижимости (REIT). Бóльшая часть эмитентов в указанных категориях существенно недооценена, учитывая уровень их прибыли, свободный денежный поток, балансовую стоимость и доходность. Наши исследования говорят о том, что за последнее столетие лишь дважды ценные бумаги таких компаний были столь дешевы относительно рынка. Никакой необходимости срочно покупать их нет, но вполне можно открыть по ним длинные позиции, если вы не управляете хедж-фондом, конечно. Если экономика снова споткнется, эти инструменты станут еще дешевле.

Как следует из приведенной выше таблицы прогнозов, по-прежнему стоит сохранять присутствие на развивающихся рынках, но следует помнить о том, что крупными игроками на них являются глобальные транснациональные корпорации. Уоррен Баффет говорит, что предпочитает присутствовать на развивающихся рынках через компании вроде Coca-Cola, McDonalds и др. Я же сторонник более прямого участия.

Цены акций китайских компаний претерпевают значительную коррекцию. После недавней поездки в эту страну я уверен, что Китай искусно управляет обменным курсом своей валюты, экономикой и ценами на активы с целью устойчивого развития. Я весьма уважительно отношусь и к другим азиатским странам с новой рыночной экономикой и странам БРИКС, особенно к Индии. В долгосрочной перспективе рост экономики Европы и Японии может составить лишь 1,5%, американской — 2,5%, тогда как рост в развивающемся мире достигнет 5%. И это большая разница!

Стоя у самого берега*

Печальная правда в том, что можно верно угадать вектор движения рынка, но едва ли возможно предсказать, куда рынок направится потом. В июле 2010 года у меня не было четкого представления, поэтому я просто стоял в воде у самого берега. Не забывайте, что вы можете ошибаться на 200%, а самый безопасный шаг иногда — не предпринимать никаких действий.

19 июля 2010 года

За последние две недели перспективы мировой экономики ухудшились, а фондовые рынки после консолидации в начале июля дрогнули. Меня это не вдохновило. Слишком рано говорить о том, входит ли мировая экономика в «фазу уязвимости» или во вторую волну кризиса. Править бал на рынках капитала будут события в мировой экономике, которые произойдут в следующие три–шесть месяцев. Мой фундаментальный подход в настоящее время таков: около 40–50% средств я держу в хедж-фонде в длинных позициях по акциям, 15–20% средств на счете долгосрочных вложений в акции, привязанном к индексам. Держать длинные позиции по казначейским обязательствам и высококачественным корпоративным бумагам — то же самое, что продавать акции. Высокодоходные, проблемные долговые обязательства

* Смысл в том, что надо следить за происходящим и быть готовым войти в поток, но пока в него не входить. *Прим. пер.*

и долговые обязательства развивающихся стран находятся в прямой корреляции с акциями, как и с промышленными товарами. Относительно валют у меня нет твердых убеждений. Вспомните, что сказал Кейнс, когда его спросили о его неуверенности. «Я меняю мнение тогда, когда изменяются факты. А вы как поступаете, сударь?»

Последние статистические данные указывают на завершение повышательного тренда, который наблюдался в конце мая — начале июня. Объем мирового производства, возросший на 12% по сравнению с минимальным уровнем, теперь снижается до 7–8% и, возможно, дойдет до отметки 5%. Это можно интерпретировать как «фазу уязвимости», как коррекцию на данной стадии цикла восстановления, возникающую, когда производство приходит в соответствие со спросом. Если восстановление действительно устойчивое и не нуждается в мерах поддержки, эта пауза должна последовать после нескольких кварталов роста, по мере увеличения занятости и рынка кредитования. Опыт позволяет предположить, что если мы имеем дело именно с таким случаем, то падение индекса S&P 500 на 18% и снижение других рынков по всему миру примерно на такую же величину указывают на то, что спад вот-вот закончится.

Тревожит меня то, что финансовая паника и глобальная рецессия, которые мы пережили, были намного жестче, чем схожие явления после Второй мировой войны. Если вы читали книгу Рейнхарта и Рогоффа *This Time Is Different**, изданную Princeton University Press в 2009 году, тогда вспомните убедительные доказательства того, что все отличия от прошлых событий — не к добру. В настоящий момент последствия кризисных явлений сказываются

* Издана на русском языке: Рейнхарт К., Рогофф К. На этот раз все будет иначе. — М. : Карьера Пресс, 2012. *Прим. ред.*

и на банковской системе, и на уровне экономической уверенности общества. Все это парализует рост капиталовложений и наем рабочей силы. Что касается фондового рынка, то поскольку многие подсознательно верят, что он лучше всех предсказывает состояние экономики, включается цикл негативной обратной связи.

Балансовые отчеты европейских банков и счета движения капиталов по-прежнему не в порядке, и в конце прошлой недели на рынках межбанковских кредитов появились новые признаки напряжения. Уверенность потребителей в США очень хрупкая. Обзор, подготовленный Мичиганским университетом и опубликованный в прошлую пятницу, свидетельствует об одном из самых резких спадов в истории. Примерно от половины до двух третей колебаний розничных расходов американцев обусловлено расходами 10% самых состоятельных семей. Как раз цены на жилье и акции влияют на чистую стоимость активов этих людей. По-видимому, июньский спад на фондовом рынке оказал именно такое воздействие. К сожалению, цены на жилье не выглядят обоснованными, но на этой неделе появятся новые данные по рынку жилья.

Последняя статистика указывает на резкий спад промышленного производства во всем мире. По-видимому, темпы роста производства Китая в июне не только замедлились, но на самом деле снизились. Это важная новость! Китай — двигатель экономического роста в мире. На Китай ныне приходится почти половина прироста мирового ВВП. Если этот двигатель заглохнет, глобальный рост будет намного меньше, чем ожидается. На прошлой неделе за ланчем два очень богатых китайских промышленника нарисовали реалистичную картину ближайших перспектив экономики Китая. Господа утверждают, что у государства сейчас нет финансовых инструментов стимулирования экономики,

поскольку рынок недвижимости — «рычаг механизма трансмиссии», а цены на землю и недвижимость падают. Мир нуждается в динамично развивающемся Китае, но темпы роста ВВП страны (в первом квартале он вырос на 10,8%, а во втором — на 7,2%) могут снизиться до 4–5% во втором полугодии. Китайский фондовый рынок показывает отступающую динамику в этом году и серьезно перепродан. У меня открыты большие позиции на этом рынке, и я обеспокоен.

Другой важный катализатор роста мировой экономики — развивающиеся азиатские страны. В течение прошлого года эти экономики росли на 10% в год. Теперь же все они, кроме Кореи и Тайваня (двух самых крупных экономик региона), показывают лишь пятипроцентный рост. Пусть вас не вводят в заблуждение сильные показатели Сингапура. Это крошечная экономика. Япония по-прежнему слаба, и ей предстоит пережить очередного слабого премьер-министра и неопределенную ситуацию с парламентом. Почти везде, за исключением Индии, наблюдается замедление роста цен. На прошлой неделе США сообщили о минимальной за полвека инфляции. Вспомните парадокс Гибсона*.

Инфляция менее 2% негативно сказывается на акциях, а P/E** падает. С пятидесятипроцентной вероятностью можно говорить о том, что мы имеем дело не с двухквартальной «фазой уязвимости» (когда темпы роста реального ВВП снижаются до 2–3%), а с более продолжительной второй

* Парадоксом Гибсона является тот факт, что реальная безрисковая ставка имеет положительную корреляцию с изменением общего уровня цен. *Прим. пер.*

** Коэффициент P/E (от англ. price-earnings ratio) — коэффициент «цена/прибыль»; цена акции компании, деленная на величину прибыли компании в расчете на акцию. По сути, именно столько рынок готов платить за будущую прибыль компании на основании рыночного восприятия уровня этой прибыли. *Прим. науч. ред.*

волной, когда темпы роста ВВП составляют лишь 1,5% и появляются признаки дефляции. Если имел бы место второй сценарий, то фондовые рынки могли бы снизиться еще на 10%. Индексы ISM и PMI, показатели занятости и цены на жилье дают представление о картине в целом. Если бы мы действительно свалились в очередную рецессию, сопровождающуюся слабой дефляцией, цены могли бы упасть намного сильнее. Именно это произошло в 1938 году после того, как Рузвельт преждевременно ужесточил налоговую политику в 1937 году.

Обеспокоенность тем, что государства и центральные банки всего мира вместо смягчения рисков повторного спада или рецессии усугубляют ситуацию ошибками в методах регулирования, — вот что не дает мне спокойно спать по ночам. Конечно, я верю, что в конце концов придется пойти на делеверидж*, списание безнадежных долгов, рекапитализацию банков, но разумно растянуть муки на пять-десять лет, а не сконцентрировать их на двух-трех годах Великой депрессии, прибегнув к массовой дозе гегельянского созидательного разрушения. Мировая экономика слишком хрупка, политическая система слишком раздута, неравенство богатых и бедных слишком велико. Революции и варвары у ворот. Посмотрите, что произошло в 1930-х, а затем в 1940-х. «Движение чаепития»** может быть лишь предвестником грядущих потрясений.

* Делеверидж — сокращение доли заемных средств в инвестируемом капитале. *Прим. пер.*

** «Движение чаепития» (англ. Tea Party movement) — консервативно-либертарианское политическое движение в США, возникшее в 2009 году как серия протестов на местном и национальном уровне, вызванных в том числе актом 2008 года о чрезвычайной экономической стабилизации и рядом реформ в области медицинского страхования. *Прим. науч. ред.*

Ошибка, которую совершают регуляторы, заключается в том, что они ужесточают налоговую политику и лишают экономику стимула в тот момент, когда восстановление еще не стало самодостаточным и, по сути дела, теряет темп. Властям надо закачивать в систему стероиды, а не уменьшать их количество. Проведу аналогию с больным, страдающим от угрожающей жизни инфекции. Врачи дали больному мощные антибиотики и стероиды. И пациент начал выздоравливать, двигаться, у него появился аппетит. Врачи, будучи уверены в том, что он готов к прекращению приема лекарств, начинают читать лекции о том, что лекарства вредны больному. Разумеется, вы не хотите попасться на их уловки, но пытаетесь полностью выздороветь прежде, чем перестанете принимать вредные для здоровья препараты. Теперь бедному малому снова нездоровится, его снова слегка лихорадит, а организм его ослаблен и хуже сопротивляется инфекции.

Повторю: я редко видел такую мощную демонстрацию «медвежьих» настроений со стороны очень мудрых людей, профессоров и аналитиков рынка. Мой опыт говорит, что когда солидарность столь велика и громогласна, почти всегда правильно делать ставку против общего мнения. Обзоры рынков показывают, что мир хедж-фондов и агрессивных инвесторов хотя и испытывает нервозность, но, по-видимому, не готовится к серьезному спаду. Как я сказал вначале, я бы остался у самой кромки воды, не входя в воду.



Почитать описание и заказать
в МИФе

Смотреть книгу

Лучшие цитаты из книг, бесплатные главы и новинки:

Взрослые книги:



Проза:



Детские книги:

