

Игорь Галкин

Практический взгляд на глобальную экономику и личные финансы

Как не проснуться ночью в холодном поту после сна о том, как твои деньги медленно гниют из-за инфляции и теряют покупательную способность.

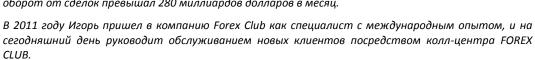
на основе книги Джона Молдина и Джонатана Теппера «Код красный: Как защитить свои сбережения от грядущего кризиса»¹

Игорь Галкин - руководитель Telesales FOREX CLUB, практикующий инвестор, трейдер.

Игорь окончил Rutgers University - Государственный Университет Штата Нью Джерси в 2005 году, с дипломом Бакалавра в сфере финансов.

С 2004 по 2010 год Игорь работал на Уолл Стрит в компании Gain Capital Group LLC (NYSE: GCAP), лидирующем американском интернет брокере. За время работы в Gain Capital Игорь создал в компании подразделение, обслуживающее русскоязычных клиентов. Игорь управлял всеми аспектами работы русскоязычного департамента, включая продажи, партнерские программы, маркетинг и службу поддержки клиентов.

В 2010 году он был повышен в должности до старшего управляющего менеджера и назначен ответственным за команду «Маркет Стратеджист», обслуживающую ключевых клиентов, чей торговый оборот от сделок превышал 280 миллиардов долларов в месяц.



Дополнительно Игорь курирует направление развития продаж на рынках за пределами России и СНГ.



Книга «Код "красный": Как защитить свои сбережения от грядущего кризиса» рассказывает о том, что сейчас происходит в глобальной экономике, как это отличается от того что было раньше, почему это имеет большое значение, к чему это приведёт в будущем, и как на этом заработать.

¹ John Mauldin, Jonathan Tepper, CODE RED How to Protect Your Savings from the Coming Crisis, 368p., Dec. 2013.

ОГЛАВЛЕНИЕ

НОВЫЕ МЕТОДЫ	3
БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ	3
СОКРАЩЕНИЕ ДОЛГОВ С ПОМОЩЬЮ ИНФЛЯЦИИ	4
ВАЛЮТНЫЕ ВОЙНЫ	4
ИНФЛЯЦИЯ ПОСЛЕ ОТКАЗА ОТ ЗОЛОТОГО СТАНДАРТА	5
СИТУАЦИЯ В ЯПОНИИ	6
ТРИ СТРЕЛЫ АБЭ	7
ФИНАНСОВАЯ РЕПРЕССИЯ	8
ОФИЦАЛЬНЫЕ Данные и прогнозы	8
В ОЖИДАНИИ ГИПЕРИНФЛЯЦИИ	. 10
КАК НЕ ДОПУСТИТЬ КРИЗИСА: что может сделать ФРС и каковы риски	12
КАК ЗАРАБОТАТЬ НА «ПУЗЫРЯХ»	
ПОЧЕМУ ВЗЛЕТЕЛИ ЦЕНЫ НА СЫРЬЁ?	
КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ ОСНОВНЫХ ИДЕЙ КНИГИ	
	. 10
ПРОГНОЗЫ НА 2014 ГОД НА ОСНОВЕ ВЫВОДОВ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ	. 16

Предупреждение: Мнения, приведённые в статье, предназначены исключительно для использования в общих информационных целях и не должны истолковываться как рекомендации к покупке или продаже какой-либо валюты или контракта на разницу (CFD). Все мнения и информация, входящие в эту статью, могут измениться в любой момент и без предупреждения. Статья была подготовлена без учёта специфики инвестиционных целей, финансовой ситуации и нужд конкретного получателя. Любые упоминания исторических движений или уровней цен на рынках основаны на нашем собственном анализе и не дают основания и не гарантируют, что такие движения или уровни цен повторятся в будущем. Хотя информация, представленная в статье, была получена из источников, считающихся надёжными, автор не гарантирует их точность и полноту. Автор не принимает никакого рода ответственности за любые возможные прямые, косвенные или непрямые потери, возникшие в результате использования приведённой информации и мнений.



НОВЫЕ МЕТОДЫ

До великой рецессии 2008 года банки использовали стандартные виды денежно-кредитной политики, то есть меняли процентные ставки и закупали облигации на открытом рынке, если была избыточная ликвидность. Раньше считалось, что если государство хочет повысить процентные ставки — как бы затормозить рост экономики, — то оно продаёт гособлигации на открытом рынке и таким образом привлекает свободные деньги, имеющиеся у населения. В результате этого цены на гособлигации падают, процентные ставки поднимаются, и происходит торможение экономики за счёт того, что процентные ставки выше, а денег в обороте меньше.

Сейчас всё происходит наоборот: центральные банки закупают огромное количество облигаций каждый месяц напрямую от государства через первичных брокеров, которые продают гособлигации по договору с государством.

После кризиса банки начинают использовать новые методы, которые раньше не применялись:

- Количественное смягчение (КС). Условно это можно назвать «печатанием денег», но на самом деле деньги пускаются в оборот посредством забивания цифр в компьютер, без физической печати банкнот.
- Крупномасштабные закупки активов (КРЗА). Закупка государственных облигаций, ипотечных облигаций и прочих подобных активов. Разные страны закупают разные активы, американский центральный Федеральная резервная система (ФРС) довольно агрессивно закупает государственные облигации, И ипотечные бумаги.
- Политика нулевых процентных ставок (ПНПС). В течение очень длительного промежутка времени процентные ставки почти равны нулю, то есть ФРС платит очень низкую процентную ставку на резервные деньги, чтобы создать у банков больше мотивации давать деньги в долг и на этом заработать более высокий процент, чем тот, что они получают от ФРС.
- Сознательное значительное удешевление валют. Этим в первую очередь сейчас занимается Япония агрессивней, чем все другие страны.

БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

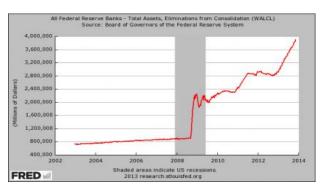


Рис. 1. Бухгалтерский баланс ФРС.

Рассмотрим рост бухгалтерского баланса ФРС (рис. 1). С начала кризиса 2008 года создано около \$3,2 триллионов. До 2008 года на бухгалтерском балансе ФРС были 30-дневные и 2-летние государственные облигации; сейчас они начинают покупать 10-летние облигации. Таким образом, с одной стороны, растёт объём денег на балансе ФРС, а с другой – длительность облигаций увеличивается. То есть риск повышается тем, что изменение процентных ставок больше влияет на цены долгосрочных активов, чем краткосрочных. До 2008 года на балансе было порядка \$800 миллиардов, сейчас речь идёт о \$4 триллионах.

Аналогичные процессы происходят и в других странах (рис. 2).

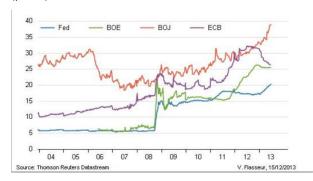


Рис. 2. Рост бухгалтерских балансов центральных банков по отношению к ВВП.

Агрессивней всего количественным смягчением занимается Центральный банк Японии. Растёт и бухгалтерский баланс Европейского центрального банка (ЕЦБ).

Соотношение между темпом роста бухгалтерского баланса ФРС (бухгалтерский баланс — это все активы, которыми владеет этот банк) и темпом роста рынка акций с начала 2008 года (рис. 3). Графики повторяются почти один-в-один.



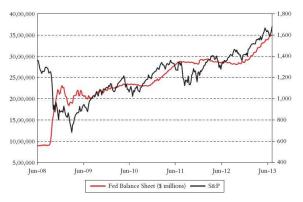


Рис. 3. Соотношение между S&P 500 и бухгалтерским балансом ФРС.

Почему это происходит? Когда создаются деньги, чтобы покупать государственные облигации в больших масштабах, чем выше спрос, тем выше цены и тем ниже процентные ставки по этим безрисковым облигациям. При этом ФРС покупает и 30-дневные, и 2-летние, и 10летние гособлигации, и процентные ставки по всем этим падают. Инвесторы, облигациям как заинтересованы получить как можно больший процент на свои инвестиции, поэтому они ищут, куда ещё можно вложиться, кроме государственных облигаций, и создают пузыри тем, что вкладывают деньги в большом объёме в рынок акций, потому что за гособлигации платят маленькую процентную ставку.

СОКРАЩЕНИЕ ДОЛГОВ С ПОМОЩЬЮ ИНФЛЯЦИИ

Существует значительное отличие мандата Федеральной резервной системы мандата ОТ Европейского центрального банка: ЕЦБ должен только контролировать темп инфляции и его не заботит уровень безработицы, а перед ФРС стоит задача контролировать и уровень инфляции, и уровень безработицы. Поэтому, чтобы связать безработицы, ФРС готова создавать новые деньги и увеличивать количество денег в обороте*, а Европа больше применяет – или, по крайней мере, применяла в начале - меры жёсткой экономии. Но вместо этого центральные банки пытаются создать инфляцию, чтобы быстрее избавиться от долгов способом удешевления денег.

Как же это работает? Мы знаем, что облигации, которые государство продаёт, выплачивают фиксированный купон. То есть чем больше инфляция, тем легче государству выплатить свои долги, поэтому создавая инфляцию, государство может гораздо быстрее избавиться от долгов.

Пример:

Если инфляция 2%, нужно 20 лет чтобы снизить стоимость долгов на 50%, но если инфляция 8%, того же результата можно достичь за 8 лет.

Заодно можно повысить объём экспорта способом удешевления валюты. Однако если все страны одновременно пытаются удешевлять свои валюты, то ничья валюта не удешевится, никто от этого не выиграет, а огромное количество созданных денег повысит риск инфляции в будущем.

Это палка о двух концах. Если государство не только допускает высокий уровень инфляции, но ещё и стимулирует инфляцию искусственно, чтобы быстрее расправиться с долгами, то настанет критический момент, когда никто больше не захочет покупать облигации, потому что инфляция очень высокая и нет уверенности в способности государства выплатить свои долги. И сейчас центральные банки пытаются сбалансировать эту очень опасную игру: они создают достаточное количество инфляции и высокий уровень долгов и бухгалтерских балансов центральных банков, чтобы вырваться из «чёрной дыры» кризиса, стараясь при этом не переусердствовать, чтобы притяжение «чёрной дыры» не засосало их окончательно.

* Текущими темпами ФРС создаёт \$500,000 на одно новое рабочее место в экономике. То есть, если посчитать все деньги, которые были созданы, по отношению к количеству новых рабочих мест, которые были созданы, получается, что на одно рабочее место надо потратить полмиллиона. Авторы книги предлагают просто дать \$10 000 долларов безработным, чтобы они их сами инвестировали.

ВАЛЮТНЫЕ ВОЙНЫ

В истории экономики за последние сто лет было две великие валютные войны, и сейчас начинается третья.

Первая была в 1930-е годы, когда мир первый раз сошёл с золотого стандарта. Во время золотого стандарта, после Первой мировой войны, можно было поменять деньги на фиксированное количество золота. У всех стран было своё соотношение. Если в стране начинались экономические проблемы (например, рецессия), люди начинали менять бумажные деньги на золото, так как уверенность в кредите государства падала. В данных случаях, чтобы приостановить обмен бумажных денег на золото, страны поднимали процентные ставки, что во время рецессии равносильно финансовому суициду.

Когда начались наплывы в банки с требованиями о возвращении вкладов в 1931 году, Великобритания первая отказалась от золотого стандарта, и её валюта сразу упала на 30% против доллара. На первый взгляд, такое падение может показаться страшной катастрофой. Но на самом деле это хорошо, потому что, во-первых, британский экспорт стал более конкурентоспособен по сравнению с американским, во-вторых, сразу появилась инфляция, что снизило количество денежных обязательств Великобритании, и в-третьих, британское золото больше не «уплывает», а спокойно лежит в банках, потому что никто не может обменять деньги на золото.

После отказа всех основных стран от золотого стандарта они все не смогли удешевить валюты одновременно, и победителей по экспортам не было. Но благодаря тому, что страны не должны были больше волноваться о курсе обмена своей валюты, они получили возможность агрессивно стимулировать экономику, чтобы вернуться к росту. То есть одновременный отказ от золотого стандарта позволил странам больше не волноваться о том, какое количество денег они создают или печатают,



и таким образом мир довольно быстро вышел из рецессии в 1930-е годы.

График на рис. 4 показывает соотношение между тем, как быстро восстановилась экономика определённой страны в зависимости от того, кто первый сошёл с золотого стандарта в 1930-е годы.

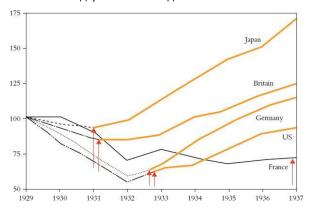


Рис. 4. Темп индустриально роста после отказа от золотого стандарта

Причиной первой валютной войны была рецессия и дефляция. Вторая валютная война в 1970-х годах началась с того, что США злоупотребляли позицией доллара как «мирового стандарта» тем, что они печатали доллары для финансирования роста экономики и войны во Вьетнаме. В 1960-х в Америке были постоянные бюджетные дефициты.

В июле 1944 года, во время валютно-финансовой конференции ООН в городе Бреттон-Вудс (США), была Бреттон-Вудская валютная основанная на фиксированном золотом паритете доллара США (\$35 = 1 тройская унция золота), и для удобства было решено использовать международной торговли не золото, а доллары. Все другие валюты были привязаны к доллару, доллар привязан к золоту, и таким образом, через доллар все другие валюты тоже привязаны к золоту. Также на конференции были подписаны соглашения о создании Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития.

Проблема возникла, когда Америка решила, что теперь можно спокойно печатать доллары, чтобы финансировать всё и вся. Многим странам это не понравилось. Они понимали, что Америка в удачный момент вступила во Вторую мировую войну, победила Японию и Германию, и имеет право диктовать свои условия и требовать, чтобы их валюта считалась основным инструментом обмена на глобальном рынке, но нельзя позволять им интенсивно печатать доллары, из года в год создавать дефицит бюджета и брать больше и больше денег в долг.

Поэтому генерал де Голль в 1965 году, не ограничившись только декларацией о необходимости ликвидации приоритета доллара, от слов перешёл к делу, предъявив США к обмену на золото \$1,5 миллиарда. Из-за этого разгорелся скандал. США стали давить на Францию как на партнёра НАТО, и тогда де Голль сказал, что Франция покинет НАТО и ликвидирует на своей территории 189 военных баз, на которых находилось 35 000 солдат НАТО. В итоге, во время

визита в США, он предъявил к обмену на золото \$750 миллионов, и Америка была вынуждена их обменять.

После этого знаменитого случая мысли об обмене долларов на золото возникли и в Германии. Президент Никсон понял всю опасность сложившейся ситуации (курс по отношению к золоту был искусственно завышен — на самом деле, с учётом того, сколько долларов было создано, доллар должен стоить значительно дешевле против золота; при этом с 1949 по 1970 год золотые запасы США сократились с 21 000 тон до 10 000 тон, то есть половина золота просто ушла из-за дефицита в США — из-за этого Франция, Германия и другие страны начали сомневаться в кредитоспособности США) и в 1971 году заявил об отказе от золотого стандарта.

ИНФЛЯЦИЯ ПОСЛЕ ОТКАЗА ОТ ЗОЛОТОГО СТАНДАРТА

Коротко напомним историю золотого стандарта в Америке:

- С 1785 года в США был серебряный стандарт, основанный на испанском серебряном долларе.
- Когда нашли золото в Калифорнии и в Австралии в 1848 году, золото подешевело по отношению к серебру, и так как серебро стоило дороже на рынке как металл, чем в качестве денег, все перешли на золотые монеты.
- В 1853 году США снизили вес серебряных монет, чтобы держать серебро в обороте.
- В 1857 году США отказались выплачивать международные долги в серебре из-за того, что серебро подорожало по отношению к золоту (когда в Калифорнии нашли много золота).
- В 1862 году из-за гражданской войны США временно перешли на бумажную систему.
- После гражданской войны рыночный курс золота был \$20.67 за тройскую унцию.
- В 1931 году Англия, Германия, Австрия и другие страны отказались от золотого стандарта. Две мировые войны заставили в итоге весь мир отказаться от золотого стандарта из-за того, что просто не хватало физического металла, чтобы платить долги.
- После Великой депрессии казначейство США конфисковало всё золото из федеральных банков ФРС в 1934 году, выдало в обмен сертификаты и девальвировало золото на 40% – до \$35 за тройскую унцию.
- В 1971 году остановили конвертируемость доллара в золото из-за требований Франции и Германии об обмене долларов на золото.
- 16 марта 1973 года Ямайская международная конференция подчинила курсы валют законам рынка. Именно с этого момента возникла межбанковская система торговли, когда



валюты начали свободно меняться по рыночным ценам (но спреды тогда были очень большие). С этого времени курсы валют не фиксированы, а изменяются под воздействием спроса и предложения. Система твёрдых обменных курсов прекратила своё существование. Именно из этого зерна родился межбанковский сектор, который 30-40 лет спустя породил нашу сферу деятельности — рынок форекс.

 8 января 1976 года официально отменён золотой стандарт.

Теперь посмотрим на рис. 5, чтобы понять, что происходило с инфляцией после того, как мир отказался от золотого стандарта.

Самая высокая финансовая дисциплина в те времена сложилась в Германии, потому что у немцев сохранились страшные воспоминания о том, что было после Первой мировой войны, когда приходилось везти кучу денег на тачке, чтобы купить буханку хлеба — боялись гиперинфляции. И вот что произошло с курсами основных валют мира с момента отказа от золотого стандарта.

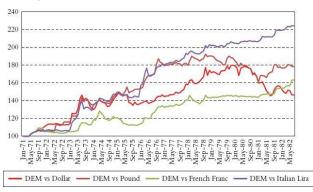


Рис. 5. Курсы валют против немецкой марки после отмены золотого стандарта

Уже в 1971 году валюты потихоньку начали торговаться, а с 1976 года начались масштабные торги и спреды сократились, потому что стало дешевле торговать и можно было потихоньку начинать спекулировать. В начале 1970-х торговали те, кто был вынужден это делать, было меньше спекуляции и больше хеджирования, обмен происходил по необходимости. А с 1976 года началась спекуляция.

Когда отказались от золотого стандарта, оказалось, что все отвечают только за себя, и не было никакого глобального централизованного механизма, который устанавливал бы курсы валют против друг друга. В этот момент центральные банки начали играть гораздо более весомую роль, потому что только они могли защищать валюту от спекулятивного нападения.

Например, итальянскую лиру начали продавать очень жёстко. Это, конечно, было выгодно для итальянского экспорта, но если Центральный банк Италии хотел это падение остановить, то необходимо было действовать.

Ещё один интересный пример. Когда Россия вошла в Афганистан в 1979 году, произошли резкие падения курсов из-за геополитических рисков. Немецкая марка упала против доллара, потому что считалось, что если

Россия захватит Афганистан, то удар по Германии будет сильнее, чем по Америке. Один старый дилер, работавший в межбанковской системе в то время, рассказывал историю о человеке с русским акцентом, который закупал как можно больше долларов против немецкой марки за день до того, как танки вошли в Афганистан. Этот человек заработал огромные деньги, торгуя на внутренней информации.

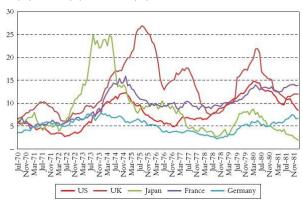


Рис. 6. Инфляция после отказа от золотого стандарта в 1970х

В Японии и Великобритании инфляция достигала 25%. Со временем, в 1980-х, она вернулась и держалась в диапазоне от 5% до 10%. Но на какую бы страну мы ни посмотрели, инфляция оставалась более-менее умеренной, пока валюты были привязаны к золоту.

СИТУАЦИЯ В ЯПОНИИ

Япония — это, пожалуй, самый большой социальный эксперимент в мире. В стране было принято решение, что государство существует на благо жителей, и каждому человеку будет предоставлена бесплатная медицина, обучение, пенсия, забота в старости, оплата лекарств и даже деньги на развлечения. Этот социальный эксперимент сработал великолепно: люди в Японии живут до ста с лишним лет. И в связи с этим Японии приходится очень много денег брать в долг, чтобы финансировать социальное обеспечение людей в пожилом возрасте.

Долги Японии выросли с 67% от ВВП в 1990 году до 240% от ВВП в 2014 году (прогноз). Это значит, что количество денег, которое Япония должна (а значительную часть она должна своим же жителям, пенсионным фондам, страховым компаниям), в 3,4 раза превышает количество всех товаров и услуг, которые создаются в стране. Для сравнения, отношение долгов к ВВП России во время кризиса 1998 года было всего 57%, то есть в Японии в 4,2 раза больше нагрузка по долгам, чем была в России в тот момент, когда пузырь российских долгов и облигаций лопнул.

Такой темп роста долгов с учётом того, что ВВП не растёт, приведёт к дефолту, и сейчас Япония должна принимать очень агрессивные меры, чтобы справиться с этой ситуацией. В связи с чем японцы приняли стратегию «Банзай!» (боевой клич, который можно перевести как «Да здравствует император!»). Уже все министры Японии согласились, что нельзя бесконечно увеличивать долг, и последний управляющий Банка Японии – Масааки Сиракава – уволился, когда премьер-



министр Синдзо Абэ дал ему приказ печатать огромное количество денег, создавая инфляцию. Тогда поставили нового руководителя, Харухико Курода, и он выполнил этот приказ.

Повышение эффективности работы работоспособного населения являются двумя единственными способами повышения ВВП любой страны. Другой вариант – это новые парадигмы, новые технологии, обнаружение огромных месторождений природных ресурсов (например, нефти) или ещё что-то, что повышает ВВП в целом. Но без этих новых технологий и ресурсов на первый план выходит работоспособность населения. Второй фактор - рост населения. Если население сокращается, как это происходит сейчас в России и ещё хуже в Японии, то становится не только меньше работоспособных, но меньше работоспособных на одного пенсионера, а соответственно - повышается налоговая нагрузка на поддержку пенсионеров, которых становится больше и больше в пропорции к работоспособным, особенно если люди дольше живут, как в Японии, благодаря социальным программам. При этом у людей, которые платят более высокие налоги, чтобы поддерживать пенсионеров. остаётся денег, чтобы меньше стимулировать экономику способом внутреннего потребления.

Вот что происходит сейчас в Японии:

- Демографический кризис: сокращение населения на 0,9% в год. Сегодня в Японии 128 миллионов человек, в 2030 году будет 117 миллионов, а в 2050 останется всего 97 миллионов. Уже продаётся больше подгузников для взрослых, чем для детей...
- Как следствие, меньше людей смогут работать этом они будут вынуждены при поддерживать больше пожилых пенсионеров, налоги будут высокие. и уровень дискреционных расходов (развлечения, предметы роскоши) упадёт. Стареющее население меньше развлекается и тратит меньше денег. К тому же, за стариками в семье должен кто-то ухаживать, сидеть с ними, и женщин уровень безработицы среди диспропорционально высок именно потому, что эта нагрузка падает на женщин.
- Если для выплаты долгов нужен рост 3% в стране, где население сокращается на 1% в год, тогда реальный рост экономики должен составлять 4% годовых. В долгосрочной перспективе рост на 4% не реален ни для одной страны без радикального повышения продуктивности и значительного прорыва в технологиях.

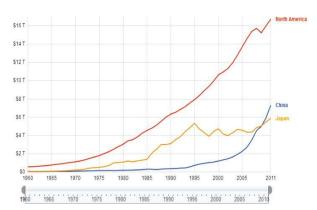


Рис. 7. Рост ВВП Японии по сравнению с США и Китаем

Проблема в том, что те меры, которые Япония сейчас принимает, следовало бы принять 20 лет тому назад. И сейчас, когда ситуация уже безвыходная, они пытаются внедрить систему «Банзай!».

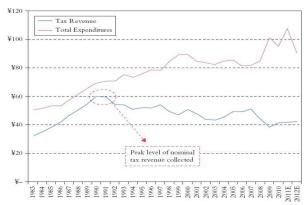


Рис. 8. Демографическая проблема Японии

График на рис. 8 ещё раз подтверждает существование серьёзной демографической проблемы в Японии: чем больше население сокращается, тем меньше налоговые поступления в казну, но при этом продолжительность жизни очень высокая, и остаётся всё меньше людей на поддержку стареющего населения. Верхняя линия — это затраты в триллионах йен. То есть годовые затраты сейчас порядка 100 триллионов йен, но максимальное количество налоговых поступлений Япония собрала в 1991 году. Это значит, что затраты не просто растут — эти затраты не покрываются налогами, и государству приходится брать много денег в долг.

ТРИ СТРЕЛЫ АБЭ

Чтобы справиться с проблемами, которые грозят Японии, Синдзо Абэ запустил финансовый эксперимент «Три стрелы», масштабы которого несравнимы с тем, что было раньше в истории современной экономики. Последствия могут быть очень серьёзными не только для Японии, но для всего мира.

Первая стрела — девальвация йены способом количественного смягчения до тех пор, пока инфляция не достигнет 2%. Агрегат йен будет увеличен в 2 раза, чтобы стимулировать инфляцию и стимулировать людей на покупки. Когда-то курс йены к доллару был 350:1, так что несмотря на то, что йена уже упала на 35%, это не значит что падение окончено.



Всем понятно, что дефляция опасна для экономики, потому что если люди знают, что что-то будет стоить дешевле завтра, то они будут откладывать покупки, а если никто ничего не покупает, то экономика сокращается.

При падении курса йены к доллару на 1 йену, прибыль 30 самых крупных компаний вырастет на 2,77 миллиарда долларов. Эта прибыль создаётся благодаря экспортам, которые растут в ущерб Европе, Тайваню, Гонконгу, Корее, поэтому другим странам не понравятся действия Японии.

Японии принадлежит самая большая доля импорта в Китай (рис. 9). Проблема в том, что сейчас китайцы и японцы воюют из-за ряда маленьких островов. Несложно вообразить, что будет, если Китай прекратит импорт из Японии, чтобы надавить на Японию из-за этих островов. Если Япония будет продолжать агрессивное позиционирование против Китая, это только добавит к проблемам, связанным co стареющим сокращающимся населением и растущими долгами. При этом Япония хочет удешевить йену, чтобы за счёт других стран экспортировать ещё больше, в том числе и в Китай. Вопрос в том, позволят ли другие страны это сделать. Ведь цены на акции, активы, недвижимость, даже корпоративные облигации в этих странах тоже начнут расти, потому что центральные банки этих стран тоже начнут расширять денежный агрегат - создавать деньги, чтобы конкурировать с Японией.



(Япония, Корея, Гонконг, США, Тайвань, Германия, Австралия, Малайзия, Сингапур, Бразилия, Южная Америка, Россия, Таиланд, Аргентина, Индия)

Рис. 9. Доля импорта в Китай.

<u>Вторая стрела</u> – массовое финансирование государственных программ способом количественного смягчения (банк Японии покупает гособлигации).

<u>Третья стрела</u> – структурные изменения. Больше половины затрат Японии связано с поддержкой стареющего населения. Затраты на пенсии, социальные льготы, медицинское обслуживание, дома престарелых превышают затраты на армию, образование, инвестиционные проекты. Затраты на пенсионеров выросли в три раза с 1984 по 2004 год и продолжают расти.

Проблема в том, что 44% голосующих в Японии старше 65 лет, и они не позволят политикам ничего сделать, чтобы сократить государственные расходы на пенсионеров. Пенсионеры ненавидят Синдзо Абэ, потому что их пенсии сокращаются из-за инфляции.

ФИНАНСОВАЯ РЕПРЕССИЯ

То, что сейчас происходит с инфляцией и негативными реальными процентными ставками, авторы книги «Код "красный": как защитить свои сбережения от грядущего кризиса» называют финансовой репрессией, потому что меры, которые сейчас принимают государства, помогают им избавиться от своих долгов, но одновременно уничтожают сбережения вкладчиков, пенсионеров и инвесторов в государственные облигации.

Когда процентные ставки безрисковых государственных облигаций искусственно занижены с помощью количественного смягчения и политики масштабных закупок активов, инвесторы вкладывают деньги в более прибыльные активы, что приводит к резкому росту рисковых активов. Именно это мы видим сейчас на рынках США и Японии.

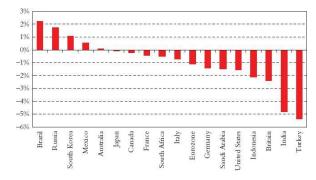


Рис. 10. Реальные ставки роста с учётом инфляции.

Негативный рост значит, что с учётом инфляции деньги, которые сейчас просто лежат в банках, теряют стоимость. Россия — одна из немногих стран, где на сегодняшний день реальный ВВП (то есть ВВП с учётом инфляции) положителен, и люди, которые сегодня инвестируют в российскую экономику, зарабатывают 1,7% годовых. Лучше только в Бразилии.

ОФИЦАЛЬНЫЕ ДАННЫЕ И ПРОГНОЗЫ



Рис. 11. Официальные данные по инфляции в США.

Синяя линия на рис. 11 отражает то, как инфляция измерялась в 1980-х, во времена президента Картера. Алгоритм подсчёта инфляции со временем меняется, но показатель, который публикуется под термином СРІ (ИПЦ — индекс потребительских цен), остаётся одинаковый. Если бы сегодня в Америке инфляция измерялась по старым параметрам, по которым она



официально измерялась в 1980-х, то этот показатель составлял бы порядка 10%.

Это происходит не только в Америке. Любое государство может «нахимичить» — поменять принцип, по которому они рассчитывают инфляцию, и потом опубликовать такие данные, какие им удобно. То есть инвесторы, которые смотрят на официальные данные по СРІ и видят, что инфляция составляет только 3%, смело покупают гособлигации под 5% и реально зарабатывают 2% с учётом инфляции. Но если реальный уровень инфляции — 10%, а даже по 30-летним облигациям в Америке платят порядка 4%, то инвестор гарантированно теряет 6% в год. Поэтому люди, которые это понимают, вкладывают деньги во всё что угодно, кроме гособлигаций. Они, в частности, вкладывают деньги в акции — это одна из причин, почему сейчас рынок акций в Америке так резко вырос.

Никакие дипломы, учёные звания и степени не помогают экспертам сделать реальный прогноз. Это приводит к тому, что инвесторы должны ожидать, что будут пузыри, инвестировать деньги в рынки, пока они надуваются опасными политиками, закрывать позиции и переходить на что-то более надёжное, как например наличные деньги или драгоценные металлы, когда эти пузыри начинают лопаться. Необходимо отдавать себе отчёт в том, что сейчас на рынке возникают пузыри. Определённую гарантию безопасности от того, что будет, сейчас даёт золото. Последний раз, когда сложилась подобная ситуация, инфляция вросла на 90% за 10 лет. Если посмотреть сейчас на отношение денежного агрегата к ВВП Америки, последний раз эта пропорция превышала текущий уровень во время Второй мировой войны, и с того момента на 90% выросла инфляция, несмотря на то, что «великие знатоки» считают, что знают, когда тормознуть экономику, когда и как воевать с инфляцией. В итоге никто не знает. Они не знают прогноза, они даже не знают, что экономика сделает сейчас, не говоря уже о том, что она будет делать через несколько лет.

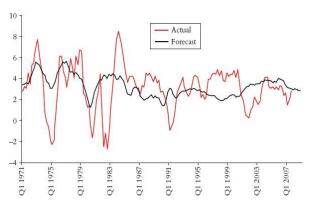


Рис. 12. Национальное бюро экономических исследований. Прогноз и факт.

Расхождение между прогнозом и фактом довольно серьёзное (рис. 12). Одна из причин, почему экономисты и главы центральных банков понятие не имеют, что происходит и будет происходить в экономике, заключается в том, что они принимают решения на основании устаревших данных. Например, они смотрят на уровень безработицы и инфляции, но

уровень безработицы чаще всего находится на минимуме к моменту начала рецессии, когда нужно понижать процентные ставки, а инфляция достигает максимум в разгар рецессии и только потом начинает падать (рис. 13). (На всех графиках серые вертикальные блоки означают периоды рецессии.)

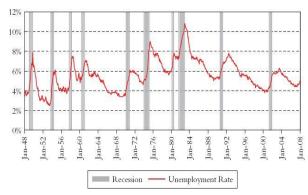


Рис. 13. Пример отстающего индикатора - безработица.

Безработица достигает максимума только к концу рецессии. Когда проблемы только начинаются, безработица ещё находится на низком уровне: массовые увольнения начинаются, только когда кризис уже очевиден. Главы центральных банков смотрят, в том числе, на этот показатель для того, чтобы принимать важные решения.

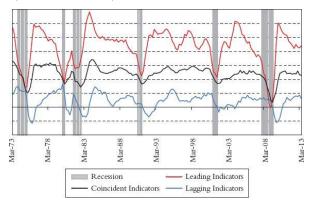


Рис. 14. Опережающие, параллельные и отстающие индикаторы.

Самый лучший пример опережающего индикатора для экономики — это количество разрешений на строительство. Это один из самых надёжных индикаторов, доступный на сайте ФРС города Сент-Луис. Никто не будет запускать большой строительный проект (например, строительство жилой высотки), если нет уверенности, что все новые квартиры можно будет продать. Когда этот показатель резко падает — это угроза, что рецессия начинается (рис. 15).





Рис. 15. Запуск новых проектов жилищного строительства.

Также к опережающим индикаторам относится количество заказов на товары длительного потребления: когда количество заказов падает, это говорит о том, что рецессия может наступить в ближайшем будущем.

Отстающие индикаторы — это безработица, инфляция, количество складских запасов.

Есть ещё параллельные индикаторы, отражающие то, что происходит в текущий момент. Это уровень заработка и количество рабочих часов в неделю.

Если бы главы центральных банков смотрели не только на отстающие индикаторы – инфляция и безработица, — но и на опережающие индикаторы, результаты их прогнозов были бы гораздо лучше.

Есть ещё один интересный индикатор — кривая доходности гособлигаций, — который показывает текущую рыночную процентную ставку государственных облигаций длительностью 1 месяц, 6 месяцев, 1 год, 2 года, 3 года, 5, 7, 10 и 20 лет (рис. 16).

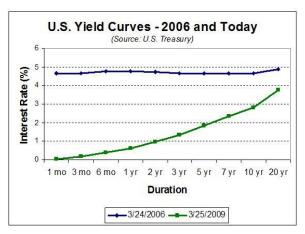


Рис. 16. Кривая доходности в 2006 и 2009 годах.

На рис. 16 мы видим пример плоского и нормального графика. Шкала X — длительность времени, которое действуют облигации, а шкала Y — процентная ставка, которая выплачивается по облигациям. Когда экономика стабильна (в 2009 году кривая доходности нормализировалась), государству и компаниям дешевле взять долг на более короткий промежуток времени, чем на более длинный. А когда краткосрочные ставки одинаковы с долгосрочными, это значит, что в данный момент на коротком промежутке времени есть большое

недоверие со стороны кредиторов к бизнесу и к государству. В 2007 году (рис. 17) государству было дороже взять деньги в долг на 6 месяцев, чем на 20-30 лет, потому что люди предвидели какую-то проблему и не хотели давать никому в долг на короткий срок. Это говорит о том, что на рынке есть проблема с ликвидностью и экономике угрожает рецессия.

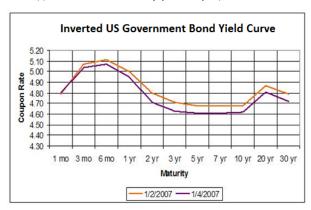


Рис. 17. Перевёрнутая кривая доходности гособлигаций в 2007 году.

График на рис. 18 показывает разницу между процентными ставками по 2-летним и 10-летним гособлигациям. Когда этот график заходит ниже горизонтальной линии, это значит, что стоимость кредита на 2 года выше, чем стоимость кредита на 10 лет. То есть когда красный график становится синим, это значит, что кривая доходности перевернулась и грозит рецессия. Таким образом, по переворачиванию кривой доходности можно было предсказать каждую рецессию на протяжении последних 40 лет. Но, к сожалению, главы ФРС не обращают внимания на эти вещи.

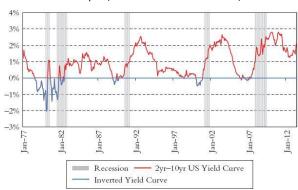


Рис. 18. Рецессии и кривая доходности (спред между ставками по 2- и 10-летним гособлигациям)

В ОЖИДАНИИ ГИПЕРИНФЛЯЦИИ

Многие ожидали, что результатом агрессивной политики количественного смягчения станет гиперинфляция. Инвесторов призывали вкладывать в золото, прогнозируя стремительный рост стоимости драгоценного металла в связи с увеличивающимся объёмом денежного агрегата. Однако эти предсказания не сбываются, и инфляция в большинстве стран остаётся умеренной, а в Японии она и вовсе негативная (рис. 19).



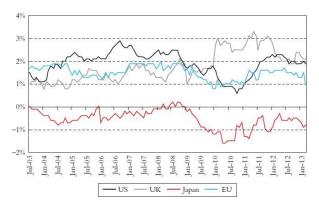


Рис. 19. В большинстве стран инфляция умеренная.

Так где же гиперинфляция?

Американский экономист Ирвинг Фишер, работавший в 1920-1930-е годы, разработал формулу, выражающую соотношение между денежным агрегатом и экономическим ростом:

Деньги × Скорость оборота = Уровень цен × Реальный ввп

Под скоростью оборота понимается количество раз, когда 1 доллар тратится в течение года, то есть, как часто деньги меняют руки. Это нам говорит о том, что размер агрегата не имеет значения и инфляции не будет, если деньги не тратятся часто. Бесконечное количественное смягчение без растущей скорости оборота денег — это всё равно что заливание мокрого бревна бензином с целью поджечь его: пока бревно мокрое, оно не зажжётся, но когда оно высохнет, может мгновенно разгореться пожар. Когда банки начнут агрессивно давать деньги в кредит и когда экономика поднимется, денежный агрегат, который резко вырос после начала кризиса, может транслироваться в очень высокую инфляцию.

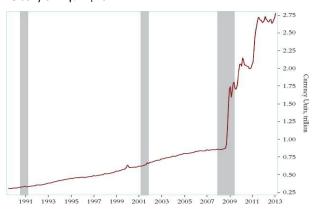


Рис. 20. Рост денежного агрегата.

Напомним, что последний раз аналогичное соотношение между объёмом денежного агрегата и ВВП наблюдалось после Второй мировой войны, и за последующие 10-12 лет уровень инфляции вырос на оо∞

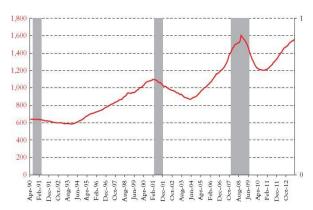


Рис. 21. Рост новых коммерческих и промышленных кредитов.

В условиях нормальной экономической ситуации, как только бухгалтерский баланс ФРС начинает расти, банки используют вновь создаваемые деньги для выдачи кредитов. На рис. 21 видно, что объём коммерческих и промышленных кредитов увеличивается сокращается в зависимости от экономической ситуации: когда дела идут хорошо – банки выдают много экономическая кредитов. когда же ситуация осложняется кредитов выдаётся меньше. Соответственно, чем меньше кредитов, тем меньше скорость оборота денег. И сейчас этот показатель только-только возвращается к тому уровню, который был до начала кризиса. (На всех графиках серые вертикальные блоки означают периоды рецессии.)

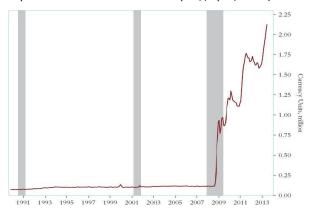


Рис. 22. Избыточные резервы в ФРС.

Однако в последние несколько лет рост объёма отстаёт выдаваемых кредитов существенно масштабного увеличения денежного Большинство денег, созданных ФРС, оседает в банках в качестве избыточных резервов, то есть резервов, превышающих требуемые законом 10%. В прошлом банки никогда не держали избыточных резервов – это было невыгодно, поскольку по ним не выплачивались проценты, и банки предпочитали отдавать эти деньги в кредит под проценты, а не держать их мёртвым грузом в центральном банке. Однако принятый в США Акт 2008 года о чрезвычайной экономической стабилизации позволил ФРС выплачивать проценты на избыточные резервы. Естественно, объём избыточных резервов с этого момента резко подскочил (рис. 22). Сейчас за эти деньги банки гарантированно получают 0,25% от ФРС. А когда деньги у ФРС закончатся, проценты будут выплачиваться за счёт налогоплательщиков.



Получается, что денежный агрегат растёт —> эти деньги не попадают в экономику, потому что банки не выдают достаточное количество кредитов —> деньги остаются как избыточные резервы в ФРС, и эти избыточные резервы на сегодняшний день превышают \$2 триллиона. Риск в том, что будет, когда эти деньги попадут в оборот в экономику: что тогда произойдёт с инфляцией?

Посмотрим теперь на график роста скорости оборота денег.

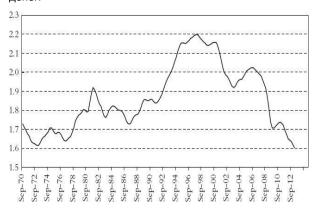


Рис. 23. Рост скорости оборота денег.

В 2012 году количество раз, которое один доллар переходит из рук в руки, по отношению к общему количеству денег в агрегате, падает. Именно поэтому пока ещё нет гиперинфляции, и инфляция остаётся в пределах от -1% в Японии до 3% в Великобритании (рис. 19).

Наряду с инфляционными рисками, связанными с тем, что глобальная скорость оборота денег раньше или позже увеличится после того, как глобальная экономика начнёт быстрее расти, существуют инфляционные риски, связанные с агрессивными госрасходами по отношению к ВВП в таких странах как Франция и Италия. Таблица на рис. 24 показывает государственные бюджеты, отсортированные по отношению затрат к ВВП, то есть сколько денег государство тратит по отношению к ВВП страны (колонка Exp/GDP). Чем ниже эта цифра, тем лучше. Мы видим, что Америка, Канада и Китай тратят не так много денег на уровне государства по отношению к их ВВП. Но те страны, которые находятся в верхних строках списка - Франция и Италия, - могут столкнуться с большими проблемами. Обратите внимание, что это те страны, у которых большие затраты на социальные программы.

National Government Budgets for 2010 (in billions of US\$)

	reactional development Bangots for 2010 (in Billions of 600)						
Nation ♦	GDP ♦	Revenue +	Expenditure \$	Budget Balance ^[6] ♦	Exp/GDP ▼	Balance/Revenue ♦	Balance/GDP ^[6] ♦
France	2,000	1,005	1,080	-44	54.00%	-7.5%	-1.74%
Italy	1,600	768	820	-72	51.25%	-6.8%	-3.52%
Germany	2,700	1,200	1,300	+199	48.15%	-8.3%	+6.08%
United Kingdom	2,100	835	897	-75	42.71%	-7.4%	-3.31%
Spain	1,000	384	386	-64	38.60%	-0.5%	-4.60%
Japan	4,600	1,400	1,748	+195	38.00%	-24.9%	+3.56%
South Korea	600	150	155	+29	25.83%	-3.3%	+2.89%
US (federal)	14,526	2,162	3,456	-1,293	23.79%	-59.8%	-8.90%
China	1,600	318	349	+305	21.81%	-9.7%	+5.14%
Canada	900	150	144	-49	16.00%	+4.0%	-3.13%
US (state)	14,526	900	850	+32	7.6%	+5.6%	+0.4%

Рис. 24. Государственные бюджеты на 2010 год (млрд S).

КАК НЕ ДОПУСТИТЬ КРИЗИСА: ЧТО МОЖЕТ СДЕЛАТЬ ФРС И КАКОВЫ РИСКИ

Сейчас создаются новые пузыри и, потенциально, новые кризисы. Если и дальше увеличивать объём ликвидности, это может привести к повторению ошибок Гринспана, когда ФРС не вовремя начала тормозить экономику. Необходимо знать, когда тормозить спекуляцию. Вот признаки того, что нужно остановиться:

- ВВП выше, чем ставки ФРС;
- инфляция умеренная;
- новые кредиты растут;
- продажи новых машин вернулись к историческим уровням;
- цены на дома восстанавливаются;
- рынки акций на исторических максимумах.

Каким же образом центральные банки могут вернуть экономику в прежнее русло?

1. Перестать покупать облигации.

Это как раз первое, что объявила ФРС: что они будут покупать на 10 миллиардов меньше облигаций в месяц. То есть они замедляют темп смягчения. На самом деле, сейчас эти меры надо принимать более агрессивно, потому что все признаки говорят, что экономика перегреется, если вовремя не остановиться.

2. Продать облигации на открытом рынке.

Это повысит процентные ставки, которые должно платить американское государство, и в целом ставки на кредиты поднимутся.

 Подождать, пока облигации закончат срок действия, и стерилизовать полученные деньги.

Один из возможных вариантов: ФРС может не продавать облигации, которые есть у них на балансе, но позволить этим облигациям истечь и потом просто не выпускать эти деньги обратно в экономику.

4. Повысить проценты, которые банки платят на избыточные резервные депозиты.

В принципе, ФРС может штрафовать банки за то, что они держат у них деньги как избыточные резервы: платить не 0,25%, а платить негативные проценты — забирать у банков деньги. Например, Дания сейчас именно это и делает: чтобы стимулировать экономику, они штрафуют банки, которые держат избыточные резервы в центральном банке.

5. Предлагать эквивалент вкладов, чтобы вытянуть деньги из оборота и заморозить их.

Когда ФРС начнёт внедрять эти стимулы, есть риски, что при продаже большого количества гособлигаций процентные ставки поднимутся и новые долги будут обходиться США гораздо дороже, чем раньше.



В 2007 году ставки по гособлигациям были 5%, сейчас они снизились до 2% из-за стимула ФРС, то есть ФРС создала искусственный спрос на государственные облигации, повысила цены на облигации, и теперь государство платит меньше половины того, что они платили за долги. Разница на \$17 триллионов (общая стоимость гособлигаций США) составляет \$510 миллиардов в год.

В 2013 году в процессе согласования бюджета возникли разногласия по поводу \$62 миллиардов, которые необходимо было урезать, что привело к приостановке работы федерального правительства США. Сейчас компромисс по этому вопросу достигнут, но нужно будет найти дополнительно \$450 миллиардов, если и когда процентные ставки вернутся к 5% на \$17 триллионов облигаций. Это значит, что Америке придётся радикально сократить затраты.

Если ФРС начнёт продавать ипотечные ценные бумаги, то ставки на ипотеку взлетят, цены на дома опять упадут, и снова возникнут проблемы. Экономика очень чувствительна к рынку недвижимости (достаточно вспомнить 2008 год), поэтому, скорее всего, ФРС в последнюю очередь перестанет закупать ипотечные облигации и начнёт их продавать.

Это всё лишний раз свидетельствует о том, что необходимо балансировать стимул и вовремя тормознуть экономику — знать, когда и как это сделать, чтобы не разрушить экономику заново. Это очень сложно, и с этим связаны очень большие риски.

Сейчас соотношение между денежным агрегатом и ВВП выше чем то, что было после Второй мировой войны. В прошлый раз, когда была такая диспропорция между ВВП и денежным агрегатом, за 11 лет индекс потребительских цен вырос на 90%. Это говорит о том, что ФРС — не всезнающий гуру и не сможет за 15 минут остановить инфляцию, как говорил Бернанке после вступление в должность главы ФРС.

А вот слова, сказанные Бернанке в интервью до того, как он стал главой ФРС: «Политикам, пытающимся удержать машину экономики на дороге, приходится иметь дело с информационными ограничениями, которые намного более серьёзны, чем те, с которыми сталкиваются реальные водители реальных машин. Несмотря на все усилия стратегических учреждений и других сборщиков данных, экономические данные дают неполный охват экономической деятельности, подлежат существенной ошибке выборки и становятся доступны только с отставанием. Даже скорость текущей экономики нелегко определить, потому что оценка экономистами валового внутреннего продукта стран на текущий квартал может измениться в широких пределах. Прогнозировать экономику на несколько кварталов вперёд ещё сложнее - не только из-за проблем экономического измерения и последствий непредвиденных потрясений, но и из-за сложного и постоянно меняющегося характера самой экономики. могут предсказать С уверенностью даже то, каким образом и как быстро их собственные действия повлияют на экономику. Короче говоря, если сравнить денежно-кредитную политику с вождением автомобиля, то это автомобиль, который имеет ненадёжный спидометр, туманное лобовое

стекло, тенденцию реагировать непредсказуемо и с задержкой разгоняться или тормозить».

Чем больше денег тратится, тем выше будет инфляция раньше или позже. Затраты государства (то есть количество денег, которое государство тратит, по отношению к ВВП) – это синяя линия на рис. 25, которая сейчас взлетела очень высоко. В данном случае это 24%. Исторически, уровень инфляции шёл след в след за количеством денег, которое тратит государство. Уровень затрат государства показывает общую тенденцию инфляции. И раньше существовала чёткая корреляция: чем больше денег тратило государство, тем была инфляция. Сейчас есть большое расхождение: количество денег, которое государство тратит, по отношению к ВВП в Америке высокое, но инфляция низкая. То есть раньше или позже эти два показателя должны сблизиться – или инфляция должна врасти, или затраты государства должны упасть. Но затраты государства вряд ли сократятся, потому что процентные ставки, которые американское государство тратит на финансирование денег, будут только расти параллельно с тем как ФРС начнёт сворачивать беспрецедентные денежно-кредитные меры. К тому же, пока в Америке правят демократы, будут существовать масштабные социальные программы. Таким образом, этот показатель (количество денег, которое государство тратит, по отношению к ВВП) может упасть, только если ВВП резко вырастет и экономика стабилизируется. В противном случае следует ожидать, что инфляция догонит растущие расходы.

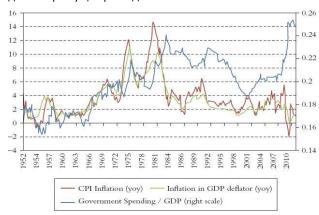


Рис. 25. Инфляция по отношению к государственным затратам

КАК ЗАРАБОТАТЬ НА «ПУЗЫРЯХ»

Подчеркнём, что когда ФРС агрессивно покупает гособлигации и искусственно снижает их процентные ставки, инвесторы начинают искать более прибыльные активы, и таким образом создаются пузыри. Именно поэтому сейчас взлетели фондовые рынки и возникают пузыри.

Пузыри очень похожи друг на друга, поскольку люди повторяют одни и те же ошибки:

• В 1929 году акции, связанные с радиотехникой (бывшей в то время передовой технологией), поднялись очень высоко до того, как лопнул этот пузырь.



- В 1962 году компании, продающие электронику (телевизоры, холодильники, стиральные машины и т.п.), упали на 27% за год, и их коэффициент цена/прибыль (отношение рыночной капитализации компании к её годовой прибыли) превышал 100:1, как сейчас у Facebook, LinkedIn, Amazon.
- В 1999 году акции интернет-компаний, которые вообще не зарабатывали, но при этом стоили бешеных денег, лопнули.

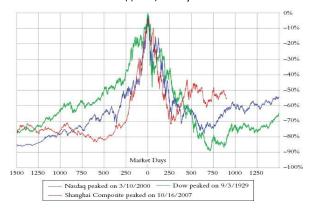


Рис. 26. Все пузыри выглядят одинаково

В структуре пузыря всегда есть геометрический рост, этап пика и геометрическое падение в другую сторону. Посмотрим на пузырь Nasdaq 2000 года, пузырь Dow Johns 1929 года и пузырь Shanghai Composite 2007 года, который уже практически лопнул (рис. 26). Падение может быть до 90% (Dow Johns упал на 90% в 1929 году)!

Вот как выглядят на сегодняшний день цены на сельскохозяйственные земли (рис. 27): тот же самый геометрический рост.

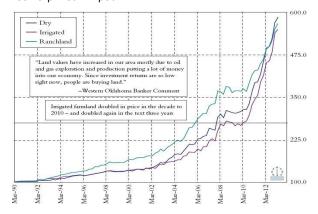


Рис. 27. Цены на землю – ещё один пузырь.

Теперь давайте «разрежем» пузырь и посмотрим на него поэтапно.



Рис. 28. Анатомия пузыря.

Сначала в компанию вливаются «умные» деньги от инвестора, который видит хорошую идею, видит потенциал и видит смысл инвестировать. Потом, когда компания уже потихоньку начинает зарабатывать и расти, приходят институциональные инвесторы. На этом этапе происходит первое незначительное падение - страдают те, кто не верит в компанию и продаёт акции. Потом подключается внимание со стороны СМИ: эта идея, технология, компания начинает появляться в новостях, люди это видят – возникает энтузиазм. Потом компания проводит ІРО. Затем у людей появляется жадность, потом иллюзия, потом новая парадигма (например: «Теперь мы все будем ездить на работу на летающих машинах!»). В этот момент компания стоит в 500 раз больше, чем она зарабатывает за год. Следующий этап – отказ смотреть правде в глаза, потом небольшой скачок наверх, потом начинается страх, потом капитуляция, потом отчаяние.

Принцип заключается в том, что нужно находить компании, которые находятся именно на этапе отчаяния, и продавать акции во время капитуляции и страха — до того, пока они не вернутся обратно в норму. Возврат в норму — это рост примерно на 10% в год.

	Subsequent Average Annualized S&P 500 Price Returns (%)					
S&P 500 P/E Entry Level	1 Yr	2 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	
<8	13.6	10.6	8.5	10.2	11.1	
8-10	8.3	10.9	12.3	12.0	9.0	
10-12	12.3	12.9	11.5	8.0	8.3	
12-14	8.9	8.8	6.7	6.2	7.4	
14-16	11.4	7.3	6.5	6.8	6.5	
16-18	3.3	1.8	2.3	3.1	2.6	
18-20	3.5	3.4	3.5	4.0	3.1	
20-22	2.4	5.8	7.4	8.2	6.2	
22-24	-4.8	4.2	7.2	2.4	2.0	
>24	-3.3	-2.5	-2.9	-0.7	-1.2	

P/E = Price-Earnings Ratio

Рис. 29. Доходность акций по коэффициенту цена/прибыль.

График на рис. 29 показывает, исходя из текущего коэффициента цена/прибыль, какую прибыль с этой компании можно ожидать на протяжении одного, двух, трёх, пяти и десяти лет. Причём чем дешевле акция по отношению к прибыли сегодня, тем больше средней годовой доходности можно ожидать на протяжении 10 лет. Если вы сейчас покупаете акции компании, у



которой текущий коэффициент цена/прибыль от 10 до 12 (то есть рыночная капитализация компании в 10-12 раз больше, чем она зарабатывает за год), то в долгосрочном промежутке времени – 10 лет и больше – вы можете ожидать прибыль 8,3% годовых. Если же вы покупаете акции, у которых текущий коэффициент цена/прибыль сверх 24, то можете ожидать негативную прибыль и за год, и за два, и за десять лет, потому что очень тяжело найти компании, которые могут реально окупить ожидания, если сейчас они оцениваются по коэффициенту 24.

У компании LinkedIn коэффициент 1000:1; Twitter вообще ещё не зарабатывает деньги, но если смотреть на год вперёд, у них коэффициент 100:1; у Facebook тоже коэффициент 100:1. Совершенно заоблачные ожидания! И все эти акции социальных сетей реально выглядят как пузыри.

Какие же компании можно покупать, чтобы избежать краткосрочных пузырей и рисковых ситуаций? Какие акции устоят в долгосрочной перспективе?

Авторы книги формулируют **пять атрибутов успешных компаний** и приводят конкретные примеры:

1. **Нематериальные активы**: брэнд, репутация компании, патенты, авторские права, государственные лицензии или мандаты от государства.

<u>брэнды</u>: Disney, Знаменитые Coca-Cola. Hershey, Tiffani, Harley Davidson, Louis Vuitton и Luxottica, которой принадлежат брэнды Ray Ran и Oakley. Патенты: Pfizer, Merck, GlaxoSmithKline и Novartis. Примеры запатентованных таблеток: Viagra, Nexium, Cialis, Adderall XR, Abilify, Cymbalta, Crestor. Лицензии государственные мандаты: Moody's, S&P. Авторские права: Disney, Marvel, DC (Batman, Superman).

2. Сетевые эффекты.

<u>Платёжные системы</u>: MasterCard, Visa, PayPal, WebMoney, ЯндексКошелек.

Аукционы с большим количеством участников: eBay, Sotheby's.

<u>Финансовые биржи</u>: CME Group (Chicago Mercantile Exchange), New York Stock Exchange, London Stock Exchange и Deutsche Börse.

 $\overline{\text{Программные экосистемы}}:$ Apple iOS, Google's Android.

 Преимущество низких затрат, то есть компании, которые могут дёшево заниматься производством.

Экономия от масштаба: Walmart, Auchan, Ikea, OBI.

<u>Распределение/доставка</u>: UPS, DHL, FedEx, Amazon.

Производство: Intel.

<u>Низкие затраты на добычу сырья</u>: Compass Minerals, Freeport-McMoRan.

4. Высокие затраты на смену провайдера.

<u>Интегрированное ПО</u>: Oracle, Microsoft, Apple.

<u>Критические бизнес-процессы</u>: Genesis, 1C,

ADP, Fiserv, Intuit, SAP, Oracle, Sage.

Географическая монополия. Нишевые оборонные компании рынки: (Northrop Grumman, General Dynamics, Lockheed Martin, Raytheon). Карьеры (шахты), аэропорты, гоночные трассы, трубопроводы. (Berkshire Lubrizol Hathaway) узкоспециальные химические добавки транспортного сектора и индустриальные смазочные материалы. Graco - системы, изделия и технологии, определяющие стандарты качества в широком диапазоне технических решений для работы с жидкими средами.

ПОЧЕМУ ВЗЛЕТЕЛИ ЦЕНЫ НА СЫРЬЁ?

Теперь поговорим о том, почему цены на сырьё очень сильно взлетели и почему возник пузырь на рынке сырья.

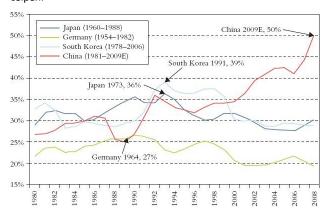


Рис. 30. Процент ВВП, который идёт на инвестиции.

График на рис. 30 показывает процент от ВВП, который страны тратили на инвестиции в инфраструктуру. Япония в 1973 году и Южная Корея в 1991 году вкладывали 36% ВВП в инфраструктурные улучшения страны: железные дороги, туннели, трассы, мосты, жилищные проекты. В 2009 году Китай тратил 50% ВВП на внутренние инвестиции в экономику. За последние 10 лет благодаря этим проектам китайцы вытащили из нищеты миллионы людей. И за это время именно в Китае наблюдается самый большой спрос на сырьё.

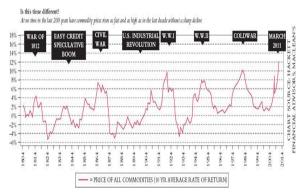




Рис. 31. Цены на сырьё (средняя доходность за 10 лет).

График на рис. 31 показывает среднюю 10-летнюю доходность инвестиций в сырьё за последние 200 лет. Исторический максимум до текущего момента составлял 10%.

Следует помнить, что инвестиция в сырьё - это сделка против человеческой креативности. Авторы книги «Код "красный"» утверждают: «Бушель пшеницы, кусок железной руды или слиток серебра сегодня идентичен бушелю пшеницы, куску железной руды или слитку серебра, который производился тысячу лет назад. Разница лишь в том, что они, как правило, дешевле в производстве, потому что с течением времени человеческая инновация снизила стоимость производства. Когда вы делаете ставки на рост сырья, вы продаёте человеческую креативность. Историческая доходность не является гарантией будущих результатов, но человеческая изобретательность имеет хороший послужной список. Рынок, на котором растут цены на сырьё, это всего лишь бутылочное горлышко, где поставка ресурсов по потребности пока ещё не реализована».

Теперь посмотрим на то, что ждёт нас в будущем, исходя из суперциклов рынка сырья за последние 200 лет. Всегда, когда наступал пик, после этого реальные возвраты сырья были негативными. И сейчас, в том числе из-за Китая, мы достигли нового исторического максимума прибыли за 10 лет по инвестициям в сырьё – 12%. Есть и другие причины. В частности, цена кукурузы достигла небывалого уровня, потому что Америка решила, что 10% всего топлива, которое используется в машинах, должно производиться из кукурузы.

Давайте теперь посмотрим на золото.

Чёткая взаимосвязь между реальными процентными ставками и ценой золота выражается простой формулой, известной как парадокс Гибсона, которая исходит из того, что инвесторы ожидают 2% реальной прибыли с учётом инфляции от своих вложений. Если реальная прибыль с учётом инфляции меньше, чем требуемые 2%, золото в тот год вырастет по следующей формуле: 8% умножить на разницу между ожидаемыми 2% прибыли с учётом инфляции и фактической прибылью, которую инвесторы получили с учётом инфляции. Например, если прибыль с инвестиций в 2014 году составит 5%, но инфляция в этот год будет 6%, то реальная прибыль с учётом инфляции составит -1%. Разница между ожидаемой реальной прибылью (2%) и фактической прибылью с учётом инфляции (-1%) составляет 3%. В связи с этим, согласно Парадоксу Гибсона, мы можем ожидать, что золото поднимется на 8% за каждый 1%, который инвесторы недополучили, то есть, в 2014 году можно ожидать, что золото вырастет на 3% * 8% = 24%.

То есть когда в глобальной экономике есть реальный рост, то спрос на золото падает, потому что золото не приносит дивиденды, и инвесторы вкладывают деньги в компании, которые платят дивиденды, которые зарабатывают деньги и несут прибыль. Но когда реальные процентные ставки меньше чем 2% или — ещё хуже — негативны, золото растёт.

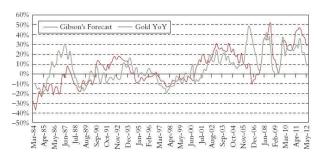


Рис. 32. Прогноз Гибсона и фактическое изменение цены золота.

Исторически прогноз Гибсона довольно близок к реальности (рис. 32), единственное большое отклонение было в 2008 году, но потом отношение стабилизировалось.

В любом случае, для диверсификации золото должно быть частью инвестиционного портфеля, особенно если ожидается высокая инфляция в связи с политикой, которую реализует ФРС.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ ОСНОВНЫХ ИДЕЙ КНИГИ

Сейчас меры, которые используют центральные банки, достигли масштабов, ранее невиданных в истории финансового мира. Они могут привести к гиперинфляции и к возникновению пузырей на рынках разных активов, поэтому можно заработать, если инвестировать с пониманием того, что это пузырь и он может лопнуть раньше или позже.

Принимая во внимание, что ФРС может не знать, когда именно нужно тормознуть стимулы, имеет смысл в ожидании инфляции диверсифицировать портфель и часть денег инвестировать в драгоценные металлы, особенно когда они довольно значительно упали — на 30-35-40%.

Отдельная тема с Японией, где в последнее время большие проблемы. Как вариант инвестиции можно продавать японскую йену исходя из того, что сейчас йена к доллару торгуется 105:1, а исторически это соотношение было 345:1, поэтому теоретически она может вернуться на исторический уровень. При этом следует принимать во внимание, что другие страны, окружающие Японию, не разрешат бесконечно девальвировать йену.

Меры, которые сейчас принимает Япония, следовало бы принимать 20 лет назад (с учётом того, что население сокращается), и теперь стране угрожает серьёзный кризис, если ВВП не будет расти как минимум на 4% в год (это реальный рост с учётом инфляции). Достичь такого роста очень тяжело, поэтому в любом случае Япония уже проиграла, и сейчас можно зарабатывать, продавая йену, особенно против золота.

ПРОГНОЗЫ НА 2014 ГОД НА ОСНОВЕ ВЫВОДОВ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

Теперь я хочу сказать пару слов от себя касательно того, что я лично делаю со своими средствами, в связи с информацией, которую мы анализировали в статье. Я



хочу разбить свои действия на два блока: долгосрочное инвестирование и краткосрочная спекуляция.

Для начала обсудим долгосрочные инвестиции, так как это более важное из двух.

Во-первых, я активно покупаю золото, серебро и платину с распределением 70%, 20% и 10%. Я считаю, что раньше или позже глобальная инфляция вырастет в связи с беспрецедентными действиями, которые предпринимают основные государства. Я заключаю сделки на покупку драгоценных металлов на регулярной основе, что называется «dollar cost averaging». Я готов добавлять к своей позиции по драгоценным металлам до того как она будет составлять 30% от моего собственного капитала. Даже если металлы будут продолжать падать, я готов докупать золото на регулярной ежемесячной основе, даже если оно упадет до \$800 за унцию, так как это долгосрочная инвестиция, которою я не только никогда не продам (за исключением крайней необходимости), но которая ещё останется моим детям. Возможно, драгоценные металлы в будущем будут составлять не 30%, а 20% от моего собственного капитала, но это уже определится не продажей части позиции, а перераспределением будущих инвестиций в другие классы активов.

Я никакие деньги не держу в государственных облигациях, так как не собираюсь стать очередной жертвой финансовой инфляционной репрессии. И тем более не держу деньги мёртвым грузом на банковских счетах или на «сберкнижках». Даже если мне на несколько дней приходится оставлять деньги в банке, так как руки не доходят перевести их на брокерский счёт, чтобы заключить очередную сделку, я могу ночью проснуться в холодном поту после кошмарного сна, где мне снится, как мои трудом заработанные деньги медленно гниют из-за инфляции и теряют покупательную способность. Я, конечно, утрирую, но хочу донести таким образом, что для меня нет ничего хуже, чем деньги, лежащие в банке (даже не буду говорить о деньгах, лежащих В матрасах: http://www.dailymail.co.uk/news/article-

1192075/Woman-throws-old-mattress--1-million-life-savings-stashed-inside.html), на которые не начисляются проценты или начисляются проценты меньше, чем курс инфляции, и вместо того, чтобы работать на их владельца, эти деньги работают на чужого дядю в лице банка.

Что касается инвестиций в акции, я инвестирую на регулярной основе в международные компании, которые надёжны, прибыльны и у которых адекватный коэффициент цена-прибыль (P/E ratio) — до 20-22. Меня вообще не волнует сама цена акций компаний, в которые я инвестирую, а именно коэффициент ценаприбыль этой компании. Я также не инвестирую в компании, которые, как я считаю, наносят вред окружающей среде, например, Phillip Morris (сигареты) или McDonalds (вредная еда). Я в них не инвестирую не только потому, что хочу спокойно спать по ночам, но также потому, что есть много альтернативных компаний, не несущих вреда окружающей среде.

Я также инвестирую, хоть и очень редко, в компании, которые сейчас теряют деньги (как Alcoa), если компания исторически прибыльная и надёжная и есть вероятность, что компания скоро вернётся к прибыли. В случае Alcoa меня интересует тот факт, что Ford переходит на алюминий для конструкции машин, в связи с чем спрос на алюминий может вырасти, и вместе с этим цена производителей алюминия.

Одна из типичных ошибок инвесторов – это покупка акций только тех компаний, которые находятся в стране, где живёт инвестор. Я всегда слежу за тем, чтобы в моём инвестиционном портфеле были компании, представляющие разные географические зоны и разные секторы экономики. В качестве альтернативы можно инвестировать в международные конгломераты с географически диверсифицированными источниками прибыли – например, General Electric. Я особое внимание уделяю развивающимся и растущим рынкам, таким как Россия, Китай, Бразилия, Корея, Индия, страны Латинской Америки, Юго-Восточной Азии, или компаниям с инвестициями в этих странах. Это также касается долгосрочных инвестиций, дивиденды от которых я планирую тратить или заново инвестировать; эти акции достанутся моим детям. Вот примеры таких компаний:



	1/	.
	Коэффициент цена-прибыль	Дивидендный доход в процентах
China Unicom	22	1.4
Bank of America	20	0.2
Boeing	25	2.08
Apple	14	2.2
China Mobile	10	4.5
Coca-Cola	20	2.8
Ford	12	3
General Electric	19	3.2
Harley Davidson	21	1.2
HSBC	13	4.3
IBM	13	2
Intel	14	3.4
Johnson & Johnson	21	2.8
Microsoft	14	3
PBR (Petroleo		
Brasileiro	6	2
Petrobras)		
PetroChina	10	4.5
Vale	17	6.2
Walmart	15	2.5
Disney	22	1.16
American Express	21	1
Cisco	12	3
Chevron	10	3.3
Home Depot	22	2
Hewlett-Packard	11	2
JPMorgan	13.5	2.5
Mobile Telesystems	9	6.2
3M	21	2.5
Pfizer	21	3.3
Procter & Gamble	20.4	3
Travelers	11	2.2
UnitedHealth	13	1.5
United Technologies	20	2
Vimpelcom	10	7.2
Vodafone	6.5	4.2
Exxon Mobile	13	2.5
Caterpillar	17.5	2.6
Alcoa	-	1.1
Alcoa	- 47.04.204	1.1

Данные Google Finance, 17.01.2014

Для диверсификации я также закупаю контракты на нефть и газ (особенно с учетом того, что газ сильно подешевел за последние пару лет). Но инвестиции в данные продукты не составляют больше, чем 5% моего портфеля, так как 1) у меня уже есть такие компании как Petrobras и PetroChina, цены которых меняются с ценой на нефть, 2) я надеюсь, что тенденция к переходу на чистые и альтернативные источники энергии продолжится и ускорится.

Итак, мой долгосрочный портфель:

30% драгоценные металлы;

65% акции прибыльных компаний, чей коэффициент цена-прибыль не превышает 22, представляющие разные экономические секторы и географические регионы;

5% энергетика;

0% гособлигации;

0% деньги, лежащие мёртвым грузом в банке.

А теперь давайте рассмотрим спекулятивные сделки на 2014 год. Первое, что меня привлекает, это потенциальное дополнительное падение йены против доллара. Я готов продавать йену против доллара, так как Америка начинает сворачивать программы количественного смягчения, а в Японии они в полном разгаре. Также, Америка не будет упрекать Японию в агрессивном смягчении, даже если это будет в ущерб американским экспортам, так как Япония является военным партнёром США и держит под контролем территориальные амбиции Китая, проявляющего агрессию к своим соседям.

Я также рассматриваю возможность продать акции Facebook. Мне интуитивно непонятно, на каком основании инвесторы присваивают этой компании коэффициент цена-прибыль 120 и капитализацию 140 миллиардов долларов. Для сравнения, компании с подобными капитализациями — это, например, Disney, Intel, Visa и British Petroleum. Мне трудно понять, как Facebook приносит пользу обществу, подобную той, что приносят эти компании. В Facebook инвестируют люди, которым нравится идея социальных сетей, игнорируя реальную прибыль, которую Facebook может заработать на продаже рекламы, и темп, с которым может реально расти выручка Facebook. Для меня весть сектор социальных сетей является пузырём, и при первых признаках лопанья этого пузыря я готов продать акции.

Не смотря на то, что у меня негативный прогноз по Facebook и компаниям сектора социальных сетей в целом, мой прогноз по глобальным рынкам акций на 2014 год положительный. Этот оптимизм связан больше с тем, что действия центральных банков, описанные в книге «Код "красный"», продолжатся, а не с тем, что ожидается ускорение роста глобальной экономики. Пока страны продолжают искусственно стимулировать свои экономики, процентные ставки на безрисковые государственные облигации будут искусственно занижены и инвесторы будут продолжать поиск более прибыльных вариантов для инвестиций, к которым относятся и акции. Я не предвижу ситуации, где центральные банки резко и внезапно остановят или начнут аннулировать действия последних шести лет в 2014 году.

Прошу вас помнить, что финансовая ситуация и цели каждого инвестора уникальны, и прежде чем принимать какие-либо решения касательно инвестирования или спекуляции, обратитесь к нашим специалистам, находящимся в вашем городе, для дополнительной консультации. То, что адекватно для меня, возможно, выходит за пределы вашей толерантности на риск, или наоборот – недостаточно рисково.

Желаю вам удачи в 2014 году и надеюсь, что данная информация поможет вам избежать судьбы жертвы финансовой репрессии, поможет принимать верные решения касательно ваших финансов и повысит ваше финансовое благосостояние.