

Саймон Вайн

ОТЕЦ-РЫНОК ЗОВЕТ!



ПОСОБИЕ ИНВЕСТОРА-ЦИНИКА

УДК 330.322

ББК 65.263

В14

Редактор П. Суворова

Вайн С.

В14 Отец-рынок зовет! Пособие инвестора-циника / Саймон Вайн. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 276 с.

ISBN 978-5-9614-0856-0

Инвестировать рискованно, но не инвестировать рискованно вдвойне, так как инфляция рано или поздно лишит стоимости любые деньги, которые лежат без движения. Рынок практически не оставляет нам выбора — инвестором должен стать каждый, кто заботится о своем будущем.

В этой книге автор — известный финансист и опытный трейдер — ответит на вопросы, которые больше всего занимают начинающих инвесторов: какие знания нужно иметь, чтобы инвестировать? Как выбрать нужные инструменты — облигации, акции, паи? Что будет происходить в сфере мировых финансов? Почему психология так сильно влияет на инвестиционные результаты и как сформировать свою уникальную стратегию инвестирования?

Книга ориентирована на широкую читательскую аудиторию.

УДК 330.322

ББК 65.263

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.

ISBN 978-5-9614-0856-0

© Саймон Вайн, 2008

© ООО «Альпина Бизнес Букс», 2008

СОДЕРЖАНИЕ

Введение9

Часть I

ОБЩЕЕ ОПИСАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СРЕДЫ 13

Глава 1 Веселая семейка: экономика, финансы, рынок..... 15
 Экономика.....15
 Братцы-Финансы19
 Племянник Рынок.....23

Глава 2 Краткий обзор сегодняшнего состояния
 мировой экономики, или «Откуда мы сюда приехали».....30
 Мир после 11 сентября 2001 г.30
 Переходный период в эпоху перестроек.....34
 Негативные последствия текущей тенденции роста37
 Источники роста денежной массы39
 Все понятно, но что конкретно?.....44
 Что нас ожидает.....46

Часть II

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПСИХОЛОГИЯ49

Глава 3 «Проблемы с головой» у частного инвестора 51
 Удача51
 Познай себя и инвестируй лучше.....51

Память.....	52
Ожидания	53
Мотивация.....	54
Влюбляться или нет?.....	55
Ограниченность нашей перспективы	55
Выбор	56
Ошибки.....	57
<i>Глава 4</i> Источники идей	62
О том, как приходят инвестиционные идеи	62
Самый страшный подраздел в этой книге	63
Советчики.....	63
Информация или правда?.....	67
История и прогнозы	70
<i>Глава 5</i> Инвестиционное мышление.....	71
Отвращение к потерям — самый главный враг начинающего инвестора.....	71
Принятие решений.....	72
Мыслите об инвестициях просто.....	74
Гибкость — это важно	75
Настроение инвестора и окружающая природная среда	76
Смешные заблуждения.....	76
Почему так сложно предсказывать.....	79
 Часть III	
РЫНКИ РАЗНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ	85
<i>Глава 6</i> Акции	87
Акции как финансовый инструмент.....	87
Модели, используемые для прогнозирования цен акций	88
Рекомендации аналитиков по акциям компаний.....	97
Поведение рынков акций: недавняя история.....	98
Как находить инвестиционные идеи.....	102
<i>Глава 7</i> Инвестиции в облигации	112
Облигации как финансовый инструмент	112
Как использовали этот инструмент	113

Факторы цены и методы оценок	115
Влияние кредитных рейтингов на кредитные спреды.....	117
Дефолты и их последствия.....	120
Как на практике меняются цены на облигации	121
Взаимосвязь поведения рынка акций и рынка облигаций.....	122
Как находить инвестиционные идеи.....	125
Глава 8 Инвестиции в валюты.....	128
Валюты как финансовый инструмент	128
Краткое описание принципов валютного рынка	129
Валютный форвард	138
Как находить инвестиционные идеи.....	141
Глава 9 Инвестиции в сырье	145
Фьючерсы как финансовый инструмент.....	145
Ценообразование фьючерсных контрактов.....	147
Роль информации на сырьевых рынках	150
Как находить инвестиционные идеи.....	153
Межпродуктовые спреды.....	155
Внутрипродуктовые спреды.....	156
Глава 10 Инвестиции в паевые фонды, индексы, ETF; отдельные стратегии и некоторые международные рынки.....	158
Паевые фонды как финансовый инструмент	158
Фьючерсы	160
ETF как финансовый инструмент.....	161
Инвестиции на заемные средства	162
Балансирование пропорции акций и облигаций в портфелях	163
Международные инвестиции	164
Страны БРИК	165

Часть IV

ПОСЛЕДНИЕ НАСТАВЛЕНИЯ ПЕРЕД ДОЛГОЙ, НО, НЕСОМНЕННО, СЧАСТЛИВОЙ ДОРОГОЙ.....	173
--	------------

Глава 11 Ликвидность	175
Ликвидность: факторы, единые для всех рынков.....	175

Пример использование анализа ликвидности на разных рынках.....	176
Зачем нам нужно обращать внимание на ликвидность?	178
Частные факторы ликвидности.....	180
Классификация участников рынка	183
Практическое применение концепции ликвидности для объяснения поведения рынков.....	185
<i>Глава 12</i> Технический анализ	189
Определение фундаментального и технического анализа.....	189
Объяснение ключевых понятий технического анализа.....	191
Принципы использования технического анализа.....	195
Обсуждение общепринятых методов технического анализа.....	198
<i>Глава 13</i> История кризисов	209
Тюльпаномания.....	209
Пузырь «Компании Южных морей».....	211
Первая группа выводов, сделанных из кризисов.....	214
Международные кризисы в эпоху капитализма.....	215
Вторая группа выводов, сделанных из кризисов	216
Кризис 1970-х гг. XX в.	223
«Черный понедельник» 1987 г.	224
1990-е гг.: бум развивающихся рынков.....	226
Кризисы и движение индекса Доу-Джонса.....	227
<i>Глава 14</i> Проверка знаний: анализ текущего кризиса	231
Задача этой главы.....	231
Предыстория текущего кризиса.....	234
«Инженерные» особенности секьюритизации и CDO	237
Наращивание кризиса.....	239
Распространение кризиса на другие инструменты.....	241
Середина кризиса.....	244
Ситуация в банковском секторе.....	248
Что дальше?	249
Сравнение тенденций и «пузырей» прошлого и будущего	250

<i>Глава 15</i> Стиль, правила выживания и измерение результатов.....	252
Торгово-инвестиционный стиль	252
Правила выживания.....	254
Измерение результатов.....	256
Подготовка к торговле новым активом, инструментом или с новым контрагентом.....	260
Поговорки и их значение	261
На чудо рассчитывай, но верблюда привязывай	266
Поклонитесь фактору Времени.....	266
Первые шаги.....	267
<i>Заключение</i>	268
<i>Литература</i>	271
<i>Предметный указатель</i>	273

*Посвящается моему брату
Алену А. Вайну*

ВВЕДЕНИЕ

Россиянам уже давно не кажется, что наша страна отстала от мира. Тем не менее в вопросах, касающихся их собственных инвестиций, это отставание очень заметно. Из почти стомиллионного взрослого населения только несколько сот тысяч человек вложило деньги в паевые фонды, инвестирующие средства в акции, а облигациями вообще почти никто не интересуется.

Одной из причин такого отношения к управлению собственными сбережениями является отсутствие инвестиционных традиций. Да и откуда им было взяться, когда фактически рынок предложил возможности вложений только три-четыре года назад? Но даже если предложение расширится, заставить себя вкладывать деньги — очень непростая задача. Первый вопрос, который задают новички: «А вдруг я все потеряю?» Есть простой ответ, помогающий рассеять этот страх: в современном мире не инвестировать очень опасно, поскольку инфляция съедает покупательную стоимость ваших сбережений. Иначе говоря, или вы принимаете риск потерь на инвестициях, или соглашаетесь с риском потерь из-за уменьшения покупательной способности денег.

Именно понимание этой дилеммы когда-то заставило меня начать инвестировать. Но процесс привыкания к риску потери собственных сбережений был сложным, даже несмотря на то что я был трейдером, т. е. профессиональным участником финансового рынка. Одно дело, когда инвестируешь чужие деньги, а другое — когда свои.

В то время сделать первые шаги мне помогла статья, написанная таким же, как я, новичком, где он рассказывал, как заставлял себя вкладывать деньги. Путь был трагикомический, поскольку этот человек ходил и к гадалкам, и к психотерапевтам, и к гипнотизерам. Он даже посетил курсы дзен-буддизма, где инструктор, чтобы убедить студентов в простоте принятия решений, разрубил саблей огурец на шее своего сотрудника, чуть не лишив того головы.

Все эти похождения не сделали автора статьи более решительным или уверенным. Тем не менее они скрасили болезненный процесс привыкания к идее необходимости обеспечить сохранность своих денег. В какой-то момент он перешагнул через порог неуверенности, и пример успехов окружающих (а скорее зависть!) подтолкнул его вперед. Примерно через такие же сомнения прошли и я сам, и другие люди, которых я знаю.

В этой книге автор попробует отразить темы, которые больше всего занимают начинающих инвесторов. Ведь вас же волнует, какими знаниями по экономике, финансам, истории и т. д. нужно обладать, чтобы не чувствовать себя просто азартным игроком? Вас также интересует, как выбирать фонды или акции, в которые вкладывают деньги, почему компании увеличивают расходы на маркетинг, какова роль менеджмента компаний, что будет происходить дальше в сфере мировых финансов? Иначе говоря, у вас накопилось очень много разобренных вопросов, ответы на которые дадут вам почувствовать себя относительно комфортно, потому что теперь вы что-то знаете или хотя бы «проделали домашнюю работу», прежде чем поставили на кон свои кровные.

На самом деле заглянем в конец книги и поймем ее основную идею. «Ключ к инвестиционному успеху — вкопаться в землю глубже других», — сказал известный американский инвестор Дж. Нефф. Подумайте только: если бы вы владели акциями крупной американской компании в 1929 г., то к концу 1930-го потеряли бы примерно 70–90% своих вложений, но в 1936 г. ваша инвестиция оказалась бы прибыльной.

Аналогичная ситуация произошла и в России в 1998 г. Цена акций «Газпрома» упала с двух долларов до десяти центов, но уже через три-четыре года превысила рекордную отметку, которой достигала в прошлом. Таким образом, не вдаваясь в детали, можно сказать, что шансы не потерять на консервативной инвестиции очень велики.

Это моя третья книга по финансовой тематике (две предыдущие были написаны для профессиональной аудитории). Одна из них получила статус учебного пособия в России, а после того как была переведена на английский и переиздана в США, ее рекомендовали и студентам западных университетов.

Как и все книги по финансам, мои тоже объясняли, как заработать много денег. Так что, если уж их рекомендуют изучать в университетах, то вам точно нужно прочесть мою третью книгу, чтобы узнать секрет, как стать богатыми (хотя это и не основная ее тема).

Чтобы убедить вас в том, что эта книга действительно полезна, я поделюсь с вами универсальным советом о том, как постоянно зарабатывать деньги. Кстати, со времени публикации первых двух книг я даже смог найти прием, чтобы приспособить этот совет ко вкусам разных подгрупп населения. Поэтому именно читатели этой книги смогут впервые услышать обновленную версию рекомендации, как постоянно зарабатывать деньги на финансовых рынках.

Для большей эффективности я делю население, т. е. потенциальных инвесторов, на три подгруппы: тех, кто имеет начальный капитал, тех, у кого его нет, и тех, кто не боится высоты. Первым, т. е. не стесненным в средствах, я рекомендую купить билет в Среднюю Азию и в пустыне найти лампу с джинном. Вторым, у кого денег поменьше, советую пойти к соседнему пруду и поймать золотую рыбку. А третьим,

у которых сердце не замирает от высоты, можно попробовать поймать синюю птицу.

Именно простота, надежность и, главное, правдивость моих рекомендаций так подкупили уважаемых профессоров, что они порекомендовали мои книги другим.

Начать инвестировать тяжело, но мы попробуем вместе с читателем пройти первую часть этого пути с шутками и прибаутками, не особо вдаваясь в глубокий анализ, ведь тема насколько серьезная, настолько и очень забавная!

Первая часть книги призвана дать читателям общее представление о сегодняшнем этапе развития экономики и взаимосвязи между ней самой, финансами и рынком.

Во второй части мы обсудим инвестиционную психологию. Прежде чем начнете торговать, вы должны понять, какие врожденные человеческие качества толкают вас на ошибки, чтобы лучше контролировать себя.

В третьей части мы переходим от общих знаний к конкретным финансовым инструментам: акциям, облигациям, валютам, сырью, паевым фондам и ETF. Многие инвесторы не чувствуют себя комфортно, поскольку не понимают, как оцениваются акции, или какие факторы лежат в основе прогнозов курсов валют. Все эти темы мы постараемся раскрыть в нескольких коротких очерках. Здесь же мы обсудим и типичные инвестиционные стратегии в каждом из типов инструментов.

Наконец, в четвертой части мы перейдем от общеобразовательных вопросов к формированию собственного инвестиционного мышления. Мы обсудим ликвидность, технический анализ, кризисы, торговые стили и закончим популярными у американских биржевиков забавными изречениями, которые иногда лучше отражают практику, чем многие учебники.

Особое место в книге занимают «картинки». Читателю представляется редкая возможность не только выслушать комментарии автора, но и сделать собственные выводы с помощью «эксклюзивных» графиков, доступных только профессиональным участникам рынка. Нам кажется, что демонстрация реальной динамики всевозможных показателей позволит читателю приобрести некое четвертое измерение сознания, которое, как правило, появляется только в результате конкретного опыта. А это не только скрасит чтение, но и убержет читателя от неподтвержденных «познаний», которыми полны финансовые рынки. В конечном итоге мы постараемся если не дать вам точный рецепт заработка, то хотя бы сберечь ваши нервы и средства, которых неизбежно требует вникание в инвестирование, как, впрочем, и в любые новые занятия.

Автор выражает большую благодарность аналитическим подразделениям Citigroup, Credit Suisse, J.P. Morgan и Morgan Stanley за предоставление графиков для этой книги. Особая признательность — сотрудникам аналитического подразделения «Альфа-Банка» Екатерине Леоновой, Павлу Симоненко и Екатерине Чеботарь за техническую помощь.

Часть I

**ОБЩЕЕ ОПИСАНИЕ
ИНВЕСТИЦИОННОЙ СРЕДЫ**

Глава 1

ВЕСЕЛАЯ СЕМЕЙКА: ЭКОНОМИКА, ФИНАНСЫ, РЫНОК

Экономика

Одним из основных действующих лиц в этой книге будет Экономика. Она облачена в клоунские одежды и постоянно подтрунивает над собой, своими родственниками — Финансами и Рынком, ну и конечно же над всеми нами — подвластными ей человеками.

Речь на тему «Экономика и ее суть»

Однажды, лет за 50 до рождения Христа, к раввину подошел странник и сказал: «Рабби, если бы ты мог объяснить мне суть иудаизма, пока я стою на одной ноге, я бы подумал о том, чтобы стать евреем!» Раввин посмотрел на него и промолвил: «Не делай другим того, что бы ты не хотел, чтобы они делали тебе. Остальное — пояснения. Теперь иди и учись». Имя того раввина было Гилель, и, говорят, школу его внука посещал сам Иисус. Но хотя и по сей день его трактование Ветхого Завета признают и изучают представители трех монотеистических религий, мы приводим эту историю по другой причине...

В 1970-х гг. М. Фридман, один из основателей так называемой чикагской школы экономики и основной идеолог монетаризма (преобладающей сейчас школы по управлению государственными финансами), был главой Центрального банка Израиля. Накопленный на этой работе опыт позволил ему усовершенствовать свою теорию. Впоследствии, пользуясь его советами, проводили оздоровление всех развивающихся экономик, включая российскую.

Однажды после выступления в кнессете к Фридману подошел депутат (возможно, это было в кафетерии) и обратился к нему с вопросом: «Коллега, вы помните историю про Гилеля?» «Помню», — ответил Фридман, отрываясь, наверное, от самой интересной рубрики парламентской газеты — спортивной и пережевывая «парламентский» бутерброд. «Так не могли бы вы мне объяс-

нить, пока я еще могу стоять на ногах, суть экономики?» — с несомненным интересом и трепетом спросил депутат. «Нет бесплатных ланчей», — незамедлительно ответил Фридман, возможно, разглядывая начинку бутерброда.

Да, это он емко выразился! Теперь во всех бизнес-школах мира повторяют его фразу вместо определения экономики. «И правильно, во мне нет ничего сложного и запутанного, — словно говорит Экономика. — Я люблю резвиться, всех развлекать, всех завлекать, всех надувать и потом хлопать пузыри собственного производства».

Конечно, есть много теорий, объясняющих поведение Экономики, но ни одна из них не объясняет его полностью. Некоторые объяснения вообще становятся популярными только на какое-то короткое время, но зато просто завораживают умы прогрессивного человечества! Взять хотя бы начало XXI в. Тогда все говорили о наступлении новой эры, которую называли интернетным бумом. Все как один экономисты объясняли зевакам, что все изменилось, и то ли еще будет. Даже обеды теперь будут заказывать по Интернету, а уж заводы будут получать все необходимое и продавать все ненужное простым нажатием кнопки.

В общем, все обсуждали, как Экономика изменилась, пока она не хлопнула и этот забавный пузырек. Как только рынки «новой экономики» обвалились, все признали, что ее никогда и не было, и вновь поклонились той, очень старой, но вечно обновляющейся, а потому и такой загадочной Экономике.

Итак, «бесплатных ланчей не бывает», только вот не всегда ясно, когда именно за них придется платить. В этом и проблема: *не все очевидные ошибки разрешаются в тот момент, когда становятся очевидными*. Поэтому, когда нечто становится явным, Экономика сразу же включает музыку, и начинается игра в «музыкальные стулья». Все инвесторы уже понимают, что музыка вот-вот прекратится, но, подгоняемые жадностью, продолжают бежать от одного стула к другому. Они надеются, что успеют сесть до того, как Экономика нажмет на кнопку «Стоп».

Иногда она, правда, дает людям решаемые задачи, которые только вначале кажутся непреодолимыми. Тогда те, кто решились на игру в «музыкальные стулья», оказываются победителями, и Экономика разрешает им сохранить свои честно инвестированные деньги.

Иными словами, в целом она ведет себя как заправский шулер: очень быстро перекачивает шарик между наперстками. В какой-то момент инвесторам кажется, что нечто является проблемой, а в другой то же самое представляется как возможность. И так по несколько раз в год.

Фантазеры

И ведь помочь разобраться в проблеме особенно некому! Аристотель и другие великие мыслители прошлого восхищали современников глубиной своих познаний. Мы тоже ими восхищаемся. Но откройте их сочинения на

темы естествознания, и вы с удивлением обнаружите, что за данные ими описания вашему сыну в средней школе ставили бы двойки.

А сколько пафоса и уверенности в их словах! Мы же снисходительно можем посчитать этих мыслителей писателями-фантастами, в чем-то предвосхитившими будущее.

Помните бородача Маркса? Он доказал, что с капитализмом все будет плохо. В его время эти идеи многим показались обоснованными. Ведь и правда: если в процессе конкурентной войны все производители будут снижать цены, то у них могут закончиться ресурсы, потом начнется кризис или произойдет что-то еще в этом роде.

Маркс ошибся в немногом: снижение цен ведет не к банкротству предприятий и бедствиям среди рабочих, а к росту потребления, поскольку большее число людей может купить продукт. Значит, требуется больше рабочих, следовательно, начинается рост конкуренции производителей за трудовые ресурсы, а любой повышенный спрос ведет к росту цен на данный продукт, которым в данной случае является рабочая сила. В свою очередь рост доходов рабочих расширяет массу платежеспособных потребителей, которые начинают потреблять подешевевшие продукты в больших количествах. За счет этого, хотя прибыль от продажи каждого изделия и падает, ее общий объем может оставаться прежним за счет большого количества реализованного товара.

Маркс вообще сказал много умного, но возможно, не все его умные мысли оказались правильными. Во всяком случае, он не угадал, как заданные им вопросы будут разрешены в будущем. И в этом основная проблема для нас, инвесторов: эти самые уважаемые умы, которые выдают советы, говорят умно и обоснованно. Их *взгляды всегда производят впечатление, но, примененные на практике, редко приносят прибыль!*

Самое смешное, что так же нелепо, как и многие великие мыслители прошлого, наверное, будут через пару сотен лет выглядеть сегодняшние нобелевские лауреаты в экономике.

Теперь подумайте об обычных аналитиках — о тех людях, которые работают в брокерских домах или брокерских отделениях банков и предсказывают тенденции развития! Если даже Маркс был не всегда прав, то что уж говорить о простых смертных: проявляйте к ним снисхождение и не предполагайте, что они знают будущее, иначе вас очень разозлят результаты их прогнозов.

Воспринимайте аналитиков и экономических мыслителей тоже как писателей-фантастов. Предсказания некоторых из них сбываются, только непонятно, какой именно прогноз данного аналитика окажется верным. Словно крутится своеобразная рулетка: то один аналитик прав, то другой. Их отчеты и прогнозы впечатляют набором цифр, фактов и параллелей. Ну и что, если сделанные ими выводы зачастую оказываются неправильными? *Задача аналитиков — стимулировать ваше мышление, а не преподносить вам на тарелочке способ заработать деньги.* Не путайте, не верьте, не разочаровывайтесь.

А может быть, вам удастся что-то почерпнуть, читая книги по истории инвестиций? Хорошая идея! Вы хотя бы сможете представить себе общий инвестиционный фон. Правда, как и все исторические романы, эти книги насыщены множеством противоречивых деталей. Изложение истории финансов так же субъективно, как и истории России: порой один и тот же факт авторы интерпретируют совершенно по-разному, иногда просто переворачивая все с ног на голову. Это делает историю финансов такой же непредсказуемой, как и историю России.

Получается своеобразное королевство кривых зеркал! Поэтому, как кто-то справедливо заметил, однажды экономисты предсказали семь рецессий из пяти. Эту ситуацию можно описать словами «песня слышится и не слышится»: то ли есть кризисные явления, переходящие в кризис, то ли их нет, — смотря кого считаешь. Вот если национальный продукт падает два квартала подряд, это значит, что началась рецессия. А если происходит только «одно падение подряд» (уолл-стритовская ирония)¹, то это еще ничего — просто идет замедление темпов экономического роста. А если все рухнуло в один день, как в России в 1998 г.? Тогда это... не поддающаяся классификации вирусная болезнь? «Явление, похожее на кризис» (по аналогии с «человеком, похожим на прокурора»)? Словом, друзья мои, все «немножко» запутанно.

Кстати, знаете, как «мудрецы от народа» определяют разницу между рецессией и кризисом? «Рецессия — это когда увольняют соседа, а кризис — когда тебя». И в этом есть своя правда.

Ну, что сказать... Экономика — не точная наука. Скорее это даже не наука, а набор алгоритмов мышления. Экономика меняется вместе с жизнью, а потому предугадать, какой она будет через много лет, никому не удастся, хотя некоторые аналитики могут предсказать ее воздействие в рамках узкой исторической перспективы или найти алгоритм (который гордо называют «теорией»), подходящий для одного из типов ее поведения.

Кое-кому такое описание Экономики внушит страх своей непредсказуемостью. И пусть себе боятся. Зато остальным станет ясно, что *Экономика демократично дает всем нам шанс поучаствовать в отгадывании своего следующего шага*. Не все действия Экономики так уж непредсказуемы, поэтому те, кто принял предложенную ею игру, через некоторое время начинают различать, насколько серьезны в данный момент ее намерения, и даже выигрывать.

Итак, когда она бросает клич «Инвесторы, к проделкам Экономики будьте готовы!», вы должны отвечать: «Всегда готовы!»... и тоже записываться в ряды фантазеров.

¹ Как с нежной улыбкой поговаривает Экономика, любой начинающий биржевик должен знать, что одно явление подряд — это лучшее подтверждение новой тенденции! (Как говорят в Одессе, она с вас смеется!)

Братцы-Финансы

История теории эффективного рынка

Экономика — это все хозяйственные отношения субъектов. Финансы же — это денежные отношения, т.е. часть экономических отношений. Она, эта часть, может быть подавлена или простимулирована состоянием экономики в целом. Но финансы могут и резко изменить общеэкономическую динамику. Нашелся новый источник денег, их вложили в дело — и зарезвилась старушка-Экономика.

В финансах есть одна базовая теория, которая очень популярна, — это теория эффективного рынка. Ее суть в том, что сегодняшние цены отражают всю существующую информацию. Например, стало известно, что через год некая компания внедрит уникальный продукт, и прибыль увеличится на 10%. Цена ее акций тут же вырастет на 7–8%, что немножко меньше прогноза роста прибыли с учетом скидки на неопределенность, поскольку продукт еще не внедрен.

Одним из создателей теории эффективного рынка был профессор Ю. Фама (не путать с Фомой Неверующим!). Рассказывают, как однажды, прогуливаясь около университета вместе со своим коллегой профессором П. Самуэльсоном, он заметил валявшуюся на земле двадцатидолларовую банкноту. Оба ученых мужа прошли мимо. Через несколько шагов Самуэльсон поинтересовался у Фамы: «Почему вы не подобрали купюру?» — «Да она же фальшивая!» — ответил профессор. «А как вы это узнали?» — с уважением спросил Самуэльсон. «Да если бы она была настоящей, об этом уже давно бы все знали, и ее бы уже точно подобрали!»

Иначе говоря, Фама предполагал, что, поскольку информация всем доступна, то, раз никто не поднял купюру, и ему нечего терять на это время.

Вслед за Фамой весь рынок поверил в теорию эффективного рынка, причем настолько, что ее начали применять во всех сферах жизни. Раз уж эта теория пользуется таким уважением, мы расскажем о ней подробнее.

Теория эффективного рынка

Теория эффективного рынка — основополагающая теория финансов, которая объясняет взаимодействие информации и цен. В соответствии с ней инвестор не может в долгосрочной перспективе получить доходность большую, чем доходность рынка. Обратите внимание на очень важный момент: теория не утверждает, что инвестор потеряет деньги! Она говорит, что он не сможет заработать больше, чем рынок.

Коротко об истории возникновения теории. В 1900 г. француз Л. Башелье высказал предположение, что рыночные цены отражают мнение спекулянтов, которым трудно достичь доходности лучшей, чем средняя по рынку акций. Он также предположил, что текущая цена является лучшим

предсказателем будущей, поскольку, если бы были лучшие предсказатели, цена немедленно бы их отразила. Поскольку, следуя этой логике, можно утверждать, что цена отражает всю известную информацию, математическое ожидание сверхприбыли спекулянта равно нулю.

Экономисты 1950–60-х гг., изучив поведение цен на рынке акций с помощью статистических методов, пришли к выводу, что оно случайное, не подчиняется экономическим законам, а потому иррациональное. Самуэльсон выдвинул предположение, что случайность поведения цен не является признаком иррациональности, и выдвинул теорию случайного блуждания.

Ее суть в том, что гадай или не гадай, какие цены будут в будущем, все равно получишь... шайбу. Цены движутся непредсказуемо, как любимое нами броуновское движение, о котором мы знаем из школьного курса физики, а потому лучшим предсказателем будущей цены может быть сегодняшняя.

В 1970 г. наш знакомый Ю. Фама трансформировал теорию случайного блуждания в теорию эффективного рынка. Его концепция исходит из допущений о рациональности инвесторов, об обоснованном характере их ожиданий и о присутствии арбитража — рыночной силы, приводящей цены активов¹ к равновесию между риском и доходностью.

Теория изначально сыграла важную роль в объяснении влияния информации на цены *американского рынка акций*. С некоторым опозданием эту теорию и ее основные предположения решили испытать на всех международных рынках. Оказалось, что она неплохо действовала и в других странах, причем не только на рынках акций, но и на рынках других финансовых инструментов. Правда, теория эффективного рынка в основном себя зарекомендовала в долгосрочной исторической перспективе, а вот в короткие периоды все-таки появлялись предсказуемые тенденции. Например, в России в последние десять лет существовала тенденция движения цен вверх, т. е. их движение все-таки было направленным, а не непредсказуемым или броуновским.

Но это скорее исключение. В целом даже в этих тенденциях отмечались моменты, когда рынок резко менял направление. А раз так, то нельзя сказать, что Фама был абсолютно неправ даже в периоды, когда он был абсолютно неправ.

Критика теории

Поскольку теория оказалась такой универсальной, ее основополагающие идеи и допущения критиковали абсолютно все. Особо резкому осуждению она подверглась со стороны сторонников относительно новой школы мысли,

¹ Актив — это объект вложений. Таковыми могут служить акции, облигации, валюты и т. д. Эти активы относительно легко реализуемы на финансовых рынках, а потому их называют финансовыми активами. Есть и менее ликвидные объекты инвестиций типа недвижимости или предметов искусства.

которую называют «поведенческие финансы». Теория эффективного рынка исходит из того, что люди рациональны и к тому же быстро обнаруживают переоцененные или недооцененные активы, а потом приводят их цены в соответствие со справедливыми оценками. Это действие — приведение цен в соответствие друг с другом — и называют арбитражем.

Если бы такого предположения не было, то цены могли бы отклоняться в каком-то направлении до бесконечности, а тогда они бы не являлись случайными.

Сторонники теории поведенческих финансов указали на неоправданность предположения об индивидуальной рациональности, которое лежит в самом основании теории эффективного рынка. Особенно им не нравилось именно предположение о существовании механизма коррекции ошибочных цен акций.

Они выделили несколько возможных причин неэффективности арбитража, которые связаны с нерациональностью поведения участников рынка.

Например, если средства нерациональных инвесторов, участвующих в наращивании объемов инвестиций, непропорционально велики по отношению к общим объемам инвестиций, то рациональные инвесторы могут не обладать средствами, достаточными для того, чтобы им противодействовать, как это предполагается моделью. Иначе говоря, у профессионала силенок не хватит, чтобы сбалансировать этикие нерациональные потоки «товарищей», которые не понимают».

Вообще-то само понятие рациональности не универсально. У каждого — своя правда и рациональность. Например, рубль с точки зрения рациональности инвесторов давно должен был стоить гораздо дороже в долларовом измерении, а вот ЦБР удерживает процесс его укрепления, чтобы российские компании сохранили способность экспортировать. Это разве не рациональный мотив поведения?

На валютных рынках вообще часто очевидна недостаточность ресурсов «рациональных» инвесторов, именно в моменты, когда им противостоят центральные банки. Последние могут сдерживать рациональные рыночные силы, пытающиеся привести валютные курсы в соответствие с соотношениями цен за одинаковую корзину продуктов в разных странах.

При этом центральные банки также преследуют вполне рациональные цели, но в рамках экономики данной страны, а не международного рынка в целом. Получается, что в масштабах страны рациональными являются центральные банки, а в масштабах мировой экономики — инвесторы, у которых силенок не хватает на проведение в действие арбитража.

Другим примером нерациональности инвесторов является так называемый январский эффект, который описывает избыточную доходность акций американских компаний в декабре-январе каждого года. Этот эффект объясняют поведением инвестиционных менеджеров паевых фондов. Конец календарного года у них падает на ноябрь; потом еще месяц идет период

уплаты годовых бонусов, поэтому инвесторы, как правило, предпочитают не рисковать в последний месяц бюджетного года и еще месяц, т. е. до момента выплаты годового бонуса.

В середине декабря паевые фонды готовы к инвестициям и рвутся в бой, чтобы заработать на бонус следующего года, но в это время заканчивается финансовый год у банков и брокеров. Теперь они впадают на месяц в предбонусную спячку и аппетит к риску у них резко падает. На этом фоне покупки, которые делают ретивые паевые фонды, повышают цены акций и облигаций, причем в гораздо большей мере, чем если бы все участники рынка работали в нормальном режиме, поскольку спрос фондов большой, а предложение банков — гораздо меньше. Рынок акций растет на небольших объемах из-за неудовлетворенного спроса.

Говоря о «нерациональности» на рынке, связанной с нерациональной мотивацией игроков, следует особо отметить нелегальные практики, такие как коррупция и фальсификация отчетности. Кто не хочет втихаря приписать себе пару ноликов? Доверчивый инвестор вроде сначала примет пациента за солидного клиента, т. е. вложит деньги исходя из рациональных соображений, но в целом это же нерациональное поведение!

Даже если исключить аномалии, связанные с непрозрачностью и прочими особенностями компенсационных схем или отклонений от «морального кодекса строителя капитализма», следует обратить внимание на то, что профессионалы частенько предсказывают появление интереса у их собратьев-непрофессионалов. Ожидая значительный приток денег от нерациональных источников, рациональные инвесторы часто объединяются с толпой кухарок и бургеров, вместо того чтобы им противостоять. Они же не донкихоты, заботящиеся о морали, не маниловы, строящие удивительно правильные теории, а жадные до денег карабасы! Вот так рациональные инвесторы из рациональных побуждений делают нерациональные вещи.

Критиковать все горазды! Давайте теперь представим себе, что появилась и стала известна рынку идеальная теория предсказания цен. Как и теория относительности, она способна точно взвешивать влияние новой информации на изменение соотношения всех элементов, составляющих экономику, предсказывать риск по сырью и по компаниям и, следовательно, поведение рынка.

Теперь не успеет что-то произойти в экономике, как эта модель мгновенно перенастроится и сумеет найти оптимальные цены для всех-всех продуктов рынка. С экономикой вроде понятно. Но вероятно ли, что новая теория сможет подсказать ответ на эмоциональные ситуации типа тюльпаномании, бума интернет-компаний, 11 сентября — т. е. ситуации, не имеющие финансово-экономического обоснования? Вряд ли. А ведь изменения психологии менеджмента и потребителей вследствие таких событий меняют экономические приоритеты и ценности общества, а следовательно, модель должна перенастраиваться, хотя таким изменениям сложно придать количественные значения. Это невозможно, а поэтому не ждите появления некой

теории, которая сможет дать количественную оценку человеческих эмоций, достаточную для предсказания цен на рынке.

И все-таки в чем ее польза для начинающего инвестора?

Несмотря на все свои недостатки, теория эффективного рынка является ценной базой именно для неопытных инвесторов, поскольку описывает и выявляет основную взаимосвязь между информацией и ценами на рынке. Она также предостерегает инвесторов от неосмотрительного ожидания, что можно зарабатывать больше рынка.

Поскольку на всех рынках, а не только на американских и не только на рынках акций, происходит постоянная переоценка известного, их участники делятся на опытных и неопытных, и первые получают возможность получения доходов, превышающих средние, за счет вторых.

Казалось бы, вот он — ваш путь к успеху: вам нужно стать опытным! Но слово «опытные» правильнее заменить на «успешные». Последние, как правило, быстрее и точнее реагируют на рынок и очень скоро находят алгоритмы прибыльной деятельности. Иначе говоря, они учатся быстрее и начинают получать доходность, превышающую доходность рынка, а потому для них теория эффективного рынка не представляет ценности. Как гласит старая уолл-стритовская поговорка, «есть инвесторы с пятилетним опытом и есть инвесторы, которые получили годовой опыт пять раз». Есть те, кто учится, и те, кто не учится, но последних гораздо больше, потому что олигархов так мало!

Получается, что принцип, предлагаемый теорией эффективного рынка, полезен, поскольку предупреждает всех, кто настроен излишне оптимистично, что зарабатывать больше других в течение долгого срока они просто так не смогут.

Вы тоже должны помнить, что у вас уйдет некоторое время, чтобы понять, какая информация отражена в цене, а какая — нет. Если отражена, то инвестировать, скорее всего, не нужно.

Итак, теория как бы говорит вам: *инвестирование — это процесс вложения денег в информацию*. Если вы будете успешными, то значит, в среднем ваш доход будет равен среднему доходу рынка.

Племянник Рынок

Рынок — это некая оперативная часть финансов. Это его альтер эго. Это его нерациональная часть, а в какие-то моменты — и зеркало справедливости.

Из всех звездных родственников (Экономика, Финансы, Рынок) именно последний вызывает у нас самый большой страх и самое большое почтение.

Рынок! Это слово можно писать с большой буквы, поскольку именно он определяет наше финансовое состояние, нашу жизнь, наши ценности. Никто из тех, кто читает эту книгу, не живет в старорежимной, оторванной

от мира деревеньке. Все вы живете в городах, путешествуете, пользуетесь кредитными карточками. Вы — часть империи Рынка.

Стали модными экологически чистые продукты — и мы все встали за ними в очередь. Стали модными машины красного цвета — и нам они тоже понадобились. Стало модным вкладывать деньги — и вот вы читаете эту книгу. Стало модным покупать акции «Газпрома» — и их купили те, кто управляет вашими вложениями. Теперь вы, даже не ведая об этом, оказались под влиянием моды, привнесенной Рынком.

Величие Рынка в том, что он окружает нас и воздействует на нашу жизнь или напрямую, или посредством давления окружающей среды, косвенно доносящей его взгляды.

Помните, как на американских биржах беснующиеся толпы людей машут руками и что-то истошно кричат? Раньше вы думали, что тамошние инвесторы — неврастеники. Теперь и вы вступаете в их ряды! Нет, конечно, вы лично не будете махать руками, но будете испытывать примерно те же чувства — страха, жадности и напряжения. Их переживают все, кто занимается инвестициями, просто биржевики артистичнее выхлестывают свои ощущения наружу.

Они — жрецы в этом храме человеческих эмоций. Они — жрецы, но их звинченные образы олицетворяют всех нас, «участников Рынка». Именно так мы себя ведем в обычной жизни, но там этого ажиотажа не чувствуется. Там мы «охотимся» в замедленном режиме. Но теперь вы вступаете в святая святых Рынка — в обитель финансовых рынков. Здесь все происходит быстро. Здесь все охотятся на всех. Вы — или жертва, или хищник.

Поэтому, прежде чем думать о Рынке, об этом божестве современности, прежде чем войти в одну из его святая святых, закройте в темной комнате и врубите какую-то необыкновенно торжественную и могучую музыку, например увертюру к «Призраку Оперы» или концерт Баха. В темной комнате, в звуковой стихии торжественной таинственности, вы почувствуете себя так, словно находитесь в храме человеческих эмоций и страстей. Здесь вы будете молиться, чтобы Рынок дал вам заработать и предохранил от потерь, чтобы он помог вам обеспечить свою старость или добыть средства на обучение детей.

После того как вы побывали в «храме», поднимите трубку и позвоните своему первому брокеру. На другом конце провода вам ответят стандартной приветливой фразой, но не заблуждайтесь: вас будет приветствовать не человек — вас будет приветствовать Рынок!

Итак, гудок, на другом конце провода поднимают трубку... «Добро пожаловать! Его Величество Рынок приветствует ВАС!»

Стадии рынка

Предположим, вы готовы откликнуться на призыв «Отец-Рынок зовет!» Вам кажется, что настало время вкладывать деньги. Может быть, к этому вас подтолкнула радужная картина мирового развития, но, скорее всего,

причина — более прозаическая: вы просто услышали, что на инвестициях можно хорошо заработать. К этому моменту рынок сильно вырастет, и вы убедите себя, что ниже он уже не опустится, а может быть, решите вложить деньги в финансовые активы после того, как цены резко упали.

Предположим, вам везет: вы оказываетесь в начале новой тенденции роста, и ваша догадка подтверждается. Какое поведение рынка вам следует ожидать?

Начало

Однажды во время выступления представителя «проправительственной оппозиции»... вы понимаете, что теперь государство будет вкладывать деньги, например в энергетику. Вы вспоминаете все истории о том, как недооценен этот сектор в России, и решаете купить акцию какой-нибудь энергетической компании.

Сначала ничего не происходит, но все нервничают, поскольку непонятно, является ли это началом новой тенденции или временной остановкой на пути продолжения старой. То ли Чубайс запустит свою программу, то ли нет. А если запустит, то на ее реализацию потребуется то ли два года, то ли все пять. А если даже два, то может, ваша компания получит при «раздербанивании» РАО «ЕЭС» две электростанции, а может, и одну. Полдня вы думаете, что правы, а остальные полдня в этом сомневаетесь.

Рынок зависает. В какие-то моменты все хотят продать, но тут же возникает труднопреодолимое желание немедленно купить. Чтобы предохранить себя от воздействия эмоций, некоторые занимаются йогой. Сначала — поза змеи, потом — лотоса... Некоторые даже закидывают ногу за ухо. Мне эта поза кажется излишне рискованной: а вдруг вам позвонит брокер с важным сообщением? А нога закрывает другое ухо, и к нему невозможно приложить второй телефон! Вы же так можете не реализовать очень выгодную идею!

Так что, если хотите работать на рынке, успокаивайтесь в эргономически правильных позах.

Середина тенденции

Тенденция подтверждена, о ней пишут в газетах. Вроде бы, можно расслабиться, но рынки постоянно корректируются, и каждый раз кажется, что уж теперь-то тенденция закончилась. Но она вдруг продолжается, и вы облегченно вздыхаете.

В такие моменты больше всего сбивает с толку информация, приходящая с рынка. Вы слышите массу комментариев, и многие из них звучат убедительно. Наш совет: помните, что их авторы меняют свои взгляды так же быстро, как меняется рынок, но телевидение не показывает динамику изменения мнений только что выступивших аналитиков!

Иначе говоря, один и тот же человек в течение одного дня дает совершенно разные комментарии, но поскольку вы знаете только об одном из его взглядов, то наивно предполагаете, что он и собственным портфелем управляет так же, как рекомендует вам. На самом деле, пока вы раздумываете, следует ли следовать его совету, аналитик уже дважды поменял и свою точку зрения, и свой портфель.

Запущенные маховики ложных представлений очень сложно остановить, и мы часто совершаем ошибки собственного производства.

...Однажды Ицхак сидел дома и пробовал читать. Не получалось, потому что перед его домом играли мальчишки и сильно шумели. Он вышел на крыльцо и крикнул им: «Эй, пацаны, чего вы здесь время теряете, когда к синагоге только что привезли какого-то огромного невиданного зверя?»

Дети переглянулись и наперегонки понеслись к синагоге. Ицхак только было устроился читать, как за окном начали бегать люди с криками «Бежим к синагоге, туда привезли какого-то огромного невиданного зверя»!

Шум опять заставил его выйти на крыльцо. Смотрит, а по улице в направлении синагоги бежит главный раввин местечка. «Рабби, что случилось, куда вы так бежите?» — спросил Ицхак.

«Ты, наверное, последний в селении, кто не знает, что к синагоге привезли какого-то огромного невиданного зверя», — прокричал на бегу раввин.

«А может, и правда привезли?» — озадаченно подумал Ицхак и тоже побежал к синагоге.

Вы, как и Ицхак, будете постоянно терять голову. Вы будете постоянно вспоминать этот анекдот, совершая инвестицию потому, что брокер подтвердит вам ваше же мнение, в которое вы не верили, пока не получили его подтверждение... даже если вы в это свое мнение не очень верите!

Конец повышательной тенденции рынка

Рынок идет в вашу сторону, но вы все время ждете разворота. Это вас мучает: слишком хорошо — тоже нехорошо. Не выдержав накала внутренней тревоги, вы продаете часть позиции, но рынок продолжает расти. Вы продаете еще раз, а он растет. Уже все комментаторы говорят, что рынок должен падать... а он растет. Наконец вы разубеждаетесь в правильности своих продаж и выкупаете все ранее проданное обратно. Вроде, немного зарабатываете, но ругаете себя, что не доверяли тенденции и пропустили такую (!) возможность заработать. Купили — и успокоились.

Но вот однажды вы включаете канал CNN. Вдруг с пометкой «срочно» передают новость... «Туча опустилась на город Иерусалаим. Появляется Антихрист, за ним идет кот Барбос, слева — песик Фафик, сзади — блондинка-жена, еще хорошенькая, но уже превращающаяся в интеллигентку.

В руках у нее компьютер с одной-единственной кнопкой, на которой написано: «ПРОДАЮ».

Она медленно... на глазах у всего мира, нажимает эту кнопку ...следует очень напряженное молчание...

И тут вы понимаете, что ХОРОШО ПАНИКУЕТ ТОТ, КТО ПАНИКУЕТ ПЕРВЫМ, и кричите: «Продаю, еще... и еще, все ПРОДАЮ!»

Когда рынки «плющит», рушатся состояния, судьбы, надежды. Вы думаете, это излишне трагично? Вы неправы. У людей появляется необузданная радость крушения. Лес рубят — щепки летят: 50% денег вы уже потеряли, настроение уже было плохим, но теперь вы с этим свыклись и стало даже интересно: сколько еще можно потерять?! Вы чувствуете себя частью чего-то большого, частью катастрофы, о которой говорят и пишут все. Вы — как солдат, который находится в гуще боевых действий. Вы оказались в центре внимания всей страны. Вы — один из тех, кто создает историю!!!

Запах крови идет от газетных строк, от полуулыбок дикторов телевидения, от тех, кто злорадствует, и от тех, кто страдает. РЫНОК рушится, все орут ... Маркиз де Сад был прав: экстаз палача соединяется с экстазом пытаемого. ВСЕ, все вовлечены в безумное волнение разрушения, кризиса... «Ты потерял? А ты потерял? А он потерял... Нет?!!!!!!!!!!!!!!! Ему не повезло: такой кайф пропустил...»

Бывает, люди не выдерживают этого цунами удовольствия. Восторг от потерь бросается им в головы, и они не знают, как его выразить и что с собой делать. Когда в октябре 1987 г. в Нью-Йорке рынок акций за один день упал на 25%, клиенты приходили в офисы брокеров и расстреливали их, а некоторые инвесторы даже выбрасывались из окон!

...На следующий день после одного из таких происшествий в колонке редактора газеты *New York Times* вышла статья под заголовком «Прогноз погоды: полдня — дождь, полдня — брокеры» (уолл-стритовская шутка тех времен).

И вот среди всего этого великолепия, прямо скажем, на празднике человеческих эмоций сидите вы и думаете: «Я же все время продавал... Я знал уже месяцы, что все должно рухнуть именно по той причине, по которой все рухнуло... Как же получилось, что я участвую в спектакле, на который не хотел покупать билет?»

* * *

Так и заканчивается цикл. Возможно, он унес ваши надежды заработать или даже принес потери. Но, как правило, если не паниковать, то у инвестора все равно есть возможность отыгаться. Для этого нужно поддержать позицию несколько лет, пока она опять не станет прибыльной.

Наверное, немногие из вас помнят редакционную статью в *New York Times*, опубликованную на следующий день после легкоатлетических соревнований среди спортсменов нетрадиционной сексуальной ориентации (они проходили одновременно с Олимпийскими играми в Атланте). Статья называлась «Победитель подошел сзади» (тоже уолл-стритовская шутка, но других времен). Это лозунг начинающих инвесторов! Не нервничайте,

и вы хотя бы не потеряете, а может быть, даже удивите окружающих своей прыткостью и вырветесь вперед, когда все будут терять.

Теория Доу

В конце XIX в. главным редактором *Wall Street Journal* был Ч. Доу. Теории как таковой он не предложил, зато в некоторых своих статьях не только комментировал события в экономике и финансах, но и систематизировал свои наблюдения за поведением рынков.

Их обобщили и назвали теорией Доу. Ее суть в том, что *рынок находится под влиянием долгосрочных, среднесрочных и краткосрочных тенденций*¹. Кажется, простое наблюдение, но оно является одним из ключевых элементов понимания поведения Его Величества Рынка. Пожалуйста, повторите это предложение про себя несколько раз и в дальнейшем, думая о своей любимой акции или валюте, старайтесь сразу определять, тенденция какого уровня сейчас верховодит над ее ценами.

Как вы увидите, на все рынке просто, только вот понять, какой тип тенденции развивается сегодня, можно будет только завтра, когда уже сделать ничего нельзя. Тем не менее, хотя польза от этого анализа может быть не очевидной, повторимся, что осмысление стадии развития рынка есть первый важнейший элемент понимания того, как читать рынок.

Например, если вы чувствуете, что ситуация в России в долгосрочной перспективе останется стабильной, более того, что реформы будут набирать силу и покупательная способность населения продолжит расти, то вы должны быть относительно спокойны за свои инвестиции, поскольку цены на российские активы будут расти. Между тем совсем не обязательно, что они вырастут немедленно. В среднесрочной перспективе цена ваших инвестиций может оказаться подверженной влиянию кризиса на рынке американской ипотеки, т. е. на несколько месяцев снизиться.

Но даже если в тот момент долгосрочной позитивной тенденции произойдет снижение цен, в какие-то другие моменты они начнут расти. Например, вы купили акции «Газпрома», которые начали расти. Оказалось, что причиной такого роста являются слухи об их возможном включении в список акций, торгуемых в Китае, где акции растут с фантастической скоростью. Если такое случится, то включение в список китайской биржи акций «Газпрома» подтолкнет их цену вверх — даже на фоне неблагоприятной обстановки на других рынках в целом. Иначе говоря, долгосрочная тенденция — позитивная, поскольку спрос на газ, скорее всего, будет расти. Среднесрочная тенденция — негативная, поскольку цены всех активов находятся под давлением из-за неблагоприятной ситуации в США. Наконец, краткосрочная тенденция — позитивная из-за нового потенциала роста цен, связанного с потенциальным спросом китайских инвесторов.

¹ Теория Доу включает еще несколько пунктов. Подробности можно узнать на сайте http://en.wikipedia.org/wiki/Dow_Theory.

Теория Доу также помогает дать определение вашей деятельности. Вы можете быть участником финансовых рынков и в качестве инвестора, и в качестве трейдера. Торговля, т.е. проведение многих инвестиционных операций на постоянной основе, как правило, осуществляется на базе краткосрочных прогнозов рынка. Деятельность же большинства частных инвесторов в перспективе охватывает несколько лет. Уважаемый читатель, наверное, относит себя к этой категории участников рынка.

Следуя теории Доу, следует отметить, что инвесторы скорее всего ориентируются на среднесрочные тенденции, в то время как трейдеры — на краткосрочные.

А как насчет долгосрочных тенденций? Мы бы не рекомендовали вам читать литературу на тему «долгосрочный прогноз». Теория Доу объясняет, что на пути долгосрочных тенденций находится много краткосрочных всплесков и среднесрочных загулов. Просто так в долгосрочную стратегию инвестировать опасно.

Приведем пример. В 2004 г. в США стало популярным заниматься факторингом страховок жизни. Люди, заболевания которых признавались неизлечимыми и которые владели полисом страхования жизни, часто нуждались в деньгах и выражали готовность продать его при жизни, чтобы воспользоваться деньгами до своей смерти.

Исходя из короткой ожидаемой продолжительности их жизни ставки доходности, по которым такие больные предлагали продать свои полисы, были достаточно выгодными. Тем не менее многие инвесторы прогорели, поскольку в относительно короткий срок появилось много новых лекарств, которые удлинители продолжительность жизни, особенно ВИЧ-инфицированных. Иначе говоря, инвесторы, исходившие из того, что в долгосрочной перспективе болезни останутся неизлечимыми, оказались неправы.

Этот пример демонстрирует основную опасность долгосрочных прогнозов: слишком вероятно появление новой информации, которая сделает исполнение долгосрочного прогноза невозможным. Иными словами, *каждый раз, инвестируя, мы должны поклониться фактору Времени*: до момента реализации долгосрочной тенденции могут всплыть новые моменты, о которых раньше никто не догадывался. Поэтому лучше поберегите свои деньги и не доверяйте долгосрочным прогнозам.

В общем, Его Величество Рынок — это царь и бог, который гордится своей способностью облапошивать и запугивать. Но тех, кто спокойно реагирует на его проделки, как правило, ждет хороший результат. Почти как при поездке по саванне: вокруг машины бегают львы, вам это щекочет нервы... но вы знаете, что через час будете пить кофе в отеле.

Глава 2

КРАТКИЙ ОБЗОР СЕГОДНЯШНЕГО СОСТОЯНИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ, ИЛИ «ОТКУДА МЫ СЮДА ПРИЕХАЛИ»

Мир после 11 сентября 2001 г.

Рынки последних шести лет — это рынки роста¹. Нам кажется, что рост рынков начался, как ни странно, благодаря трагедии 11 сентября 2001 г. После террористических атак на Центр международной торговли американское правительство влило в экономику США сотню миллиардов долларов. Не случись этого...

Незадолго до событий 11 сентября США и развитые страны подошли к порогу дефляции — это когда цены падают, потому что нет покупателей. Дефляция бывает хороша для отдельных потребителей и даже, может быть, связана с ростом производительности в какой-то области. Однако в то

¹ Вдумайтесь в этот срок. Шесть лет — довольно длительный период в этой сфере жизни, да и в обычной — тоже. Помните, когда вы поступали в институт, шесть лет казались вам вечностью? За это время можно было окончить институт и, проработав еще год, стать «совершенно самостоятельным».

Так вот, думая о рынках, мы расцениваем время точно так же, как когда только начинали учиться в институте. Тогда нам казалось, что предстоит пройти сложный путь, полный испытаний, неясностей, соблазнов, страхов и т. д. Из-за всей этой сумятицы эмоций шесть лет на рынке в *будущем* воспринимаются так, словно впереди — целая вечность. Зато, когда мы оглядываемся назад, шесть лет *в прошлом* кажутся мгновением. Помните, как, получив диплом, вы оглянулись назад и вам показалось, что годы, проведенные за студенческой скамьей, пролетели как одно мгновение?

Для инвесторов очень важно сохранять первый тип перспективы на свои рыночные похождения. Им важно научиться ощущать историю день за днем, а не чохом, одним упрощенным куском. Иначе они не поймут, что мучащие их сомнения — это часть долгого пути, а не какие-то уникальные эмоции, которые непременно нужно утихомирить. Все само собой успокоится, когда путь будет пройден!

время ожидалась глобальная дефляция, а это значило, что никто ничего не покупал, ожидая худших времен. Следовательно, исчезали рабочие места, тормозились темпы потребления и развитие экономики в целом.

Напомним, что все это происходило на фоне расширения возможностей Интернета, который в первую очередь смахнул с рыночных отношений завесу непрозрачности. Внезапно роль посредников резко снизилась, потому что производители и потребители могли найти друг друга в Интернете.

Это значило, что торговые компании начинали исчезать, а производители не только не могли повышать цены — им не удавалось их даже сохранить! Потребители стали пользоваться возможностью быстро получать информацию о продуктах и запрашивать цены не только у известных им производителей, но и у новых, в том числе находящихся в далеких странах. Тем самым потребители вынудили производителей снижать цены до уровня цен самых дешевых производителей. Поэтому с небывалой скоростью начался перевод производств из развитых в развивающиеся страны, обладающие дешевой рабочей силой. Начала расти масса безработных в развитых странах, а работающие должны были производить больше товаров и услуг за те же деньги. Виды на счастливое будущее в развитых странах начали резко ухудшаться.

Таким образом, в период, предшествующий нью-йоркской трагедии, цены акций начали падать, что привело к исчезновению источников прибыли корпораций, а без них последним было невыгодно вкладывать деньги в расширение производства. При этом и настроение населения было встревоженным и пессимистичным.

Так Интернет подтолкнул новый этап глобализации. Цены на товары шли вниз, то же самое происходило и с прибылью производителей. Чтобы предотвратить падение цен своих акций, они сокращали рабочие места в развитых западных странах. В какой-то момент перед финансовыми и политическими кругами встал вопрос: как будет вести себя американский и европейский потребитель под влиянием страха потерять работу? Точнее, в более широком плане, что ожидает экономику США и западного мира? Ответом стало емкое и ужасающее экономическое слово «дефляция».

Страхи элиты западных стран подстегивались выводами из истории японской экономики, где с конца 1980-х и в 90-е гг. наблюдалась та самая дефляция. Процентные ставки упали почти до нуля, а поскольку регулирование экономики производится в значительной мере путем их изменения, правительство Японии потеряло этот рычаг стимулирования роста: опустить процентные ставки ниже нуля оно не могло. На этом фоне рынок акций упал примерно в четыре раза, но, кроме того, обрушились цены на недвижимость. Иными словами, упали цены на основные источники богатства: акции и жилье. Население впало в депрессию и почти 20 лет мало что покупало. Из них десять лет, т.е. все 1990-е гг., были официально названы потерянными десятилетием! Представляете, 20 лет — на грани дефляции!

А ведь в середине 1980-х Япония казалась всем жителям США и Европы новым растущим гигантом со сверхэффективной экономикой, страной,

которая просто печатала деньги за счет растущего экспорта. Этот гигант, казалось, угрожал японизацией всем странам. Страхи и антияпонские настроения подхлестывались скупкой представителями этой страны предметов искусства и наиболее дорогой недвижимости по всему миру. Знаковые вещи, почти что символы западной цивилизации с торгов уходили японцам.

По темпам роста японская экономика на протяжении двух десятилетий обгоняла все развитые страны мира, японские компании захватывали лидерство во всех сферах. А потом вдруг случился обвал — и появились слухи о том, что японская экономика стоит чуть ли не на грани депрессии. На фоне этих разговоров началось падение цен в реальной экономике, т. е. возникла дефляция.

Поэтому в середине 2001 г. страхи вовсе не казались теоретическими: последствия дефляции были наглядно видны на примере Японии — третьей экономики мира. Появление такой ситуации в США ужасало последствиями для мировой экономики. Американский рынок являлся и является самым большим внутренним рынком мира, и все его тенденции немедленно передаются всей мировой экономике и финансовым рынкам, поэтому появившаяся в США тенденция к дефляции могла плохо кончиться для всех.

На графиках (рис. 2.1 и 2.2) видно, насколько велика американская экономика — и по объему производства внутреннего валового продукта (ВВП), и по размеру так называемой рыночной капитализации, т. е. суммы стоимости всех котируемых на американских рынках акций.

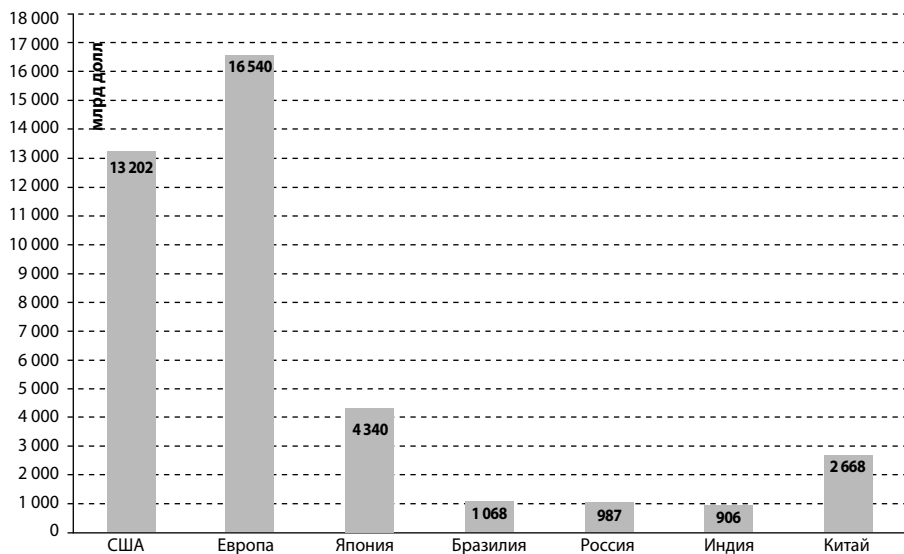


Рис. 2.1. Уровень ВВП различных стран¹ на 31.12.2006 г.

Источник: World Bank, «Альфа-Банк»

¹ Следует отметить, что рынок Европейского союза пока представляет собой сумму рынков входящих в него стран, поскольку сохраняются разные законы, разный уровень благосостояния и разный уровень культуры, в то время как рынок США — это рынок одной страны.

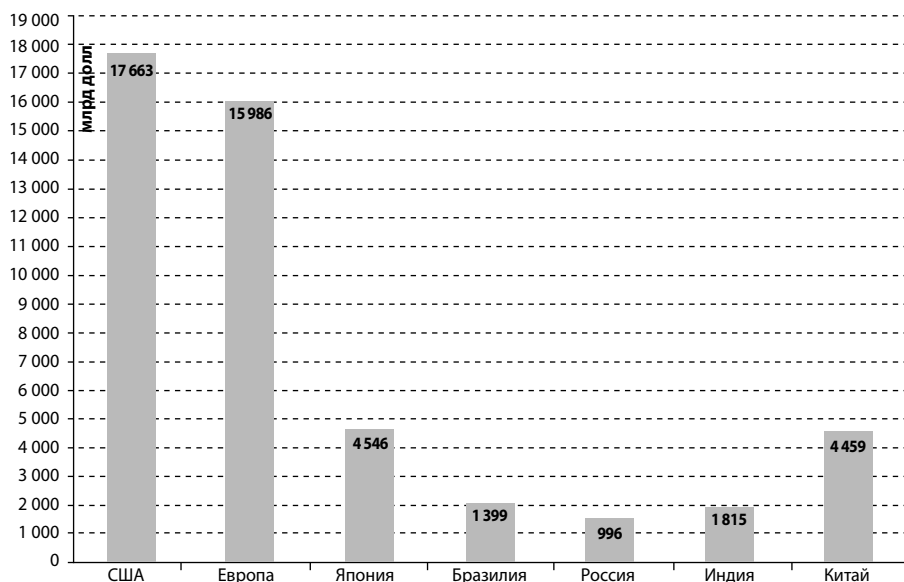


Рис. 2.2. **Капитализация компаний различных стран на 31.12.2006 г.**
 Источник: World Bank, «Альфа-Банк»

Изменить ситуацию в США могло только резкое изменение фискальной политики, т.е. вместо создания профицита (накопления ресурсов) государство должно было начать финансирование экономических программ, чтобы в экономике появился платежеспособный спрос — т.е. нужно было стимулировать спрос, невзирая на возможность роста дефицита бюджета.

Конечно, в любом государстве такое резкое изменение финансовой политики требует долгих месяцев согласований, ведь политики не хотят прослыть «растратчиками», требуя повышения бюджетного дефицита. Но вытащить огромную экономику из пикé было не так просто. С одной стороны, время не ждало, а с другой — ускорить изменение курса представлялось вряд ли возможным.

Но вот, после чудовищных событий 11 сентября 2001 г., правительство США немедленно объявляет, что выделяет почти \$100 млрд на всевозможные стимуляционные программы, и через несколько месяцев рынок стабилизируется, демонстрируя невероятную гибкость и еще раз подтверждая преимущество открытой экономической системы.

Конечно, часть программ к тому моменту была уже запущена, а над некоторыми еще шла работа, и о начале их внедрения объявили бы в любом случае, но трагическое событие резко ускорило помощь правительства.

В конечном итоге это значило, что американский потребитель продолжал покупать. Все очень боялись, что падение финансовых рынков в США приведет к ощущению обеднения людей, потерявших существенную часть своих сбережений на рынках акций. Это означало бы падение спроса на

самом крупном потребительском рынке мира. Тогда все мощности, вводимые во всех развивающихся странах в расчете на этот спрос, оказались бы невостребованными. Когда наконец стало ясно, что американское население продолжает покупать... мир вздохнул с облегчением.

Переходный период в эпоху перестроек

А. Гринспен — легендарный финансист, который на протяжении почти 20 лет занимал должность главы Федеральной резервной системы США, считает, что сегодняшний этап развития мировой экономики начался с момента падения Берлинской стены. Именно тогда началось включение в мировой товарооборот еще нескольких сотен миллионов человек, а это огромный новый спрос, а также новые возможности высокодоходных инвестиций. Кроме того, снизились расходы на вооружение, что освободило мир от большой части бюджетных дефицитов.

На самом деле сказать, что мировая экономика не росла бы, если бы Берлинская стена еще существовала, наверное, нельзя. Пока ее основными новыми факторами в большей мере является рост экономик Китая и Индии, которые не были частью советской системы. Тем не менее возьмем за основу высказывание мэтра. Процесс изменения мировой системы, как и все в экономике, не начался в один день с разрушения кирпичей и панелей в Берлине. Прошло почти десять лет, прежде чем внутренние процессы в новых странах достигли уровня стабильности, позволившей их населению начать пользоваться плодами реформ. За это время сама мировая экономика пережила много потрясений. Иначе говоря, весь период, последовавший сразу за распадом советской системы, мировую экономику сотрясали кризисы различной интенсивности, а потому и влияние самого распада на протяжении почти 15 лет было не очень заметным.

Чтобы не пропустить момент, когда государства, которые по-новому стали участвовать в мировой экономике, по своей совокупности стали важны для нее, нужно следить за суммарным ростом их ВВП и прочих основных показателей, например ростом производства товаров длительного пользования (типа стиральных машин).

Важность потребления всевозможных предметов личного пользования, кстати, — еще одно из любопытных отличий капиталистической экономики от советской. На этом моменте интересно остановиться, поскольку он в значительной мере объясняет ту качественную разницу, которая существует между советским подходом к экономике, господствовавшим в странах соцблока, и новым. Не забывайте, что не только Китай, но и Индия использовали социалистические модели развития экономики в целом. В основе экономической доктрины тех времен лежало производство средств производства, а не производство средств потребления, как стало популярным за последние 30–40 лет. Продукты для населения, таким

образом, считались вторичными. А без них, как вы понимаете, сегодня не работает стимулирование роста производства средств производства. Но коммунисты решали вопрос стимулирования экономики за счет гигантского госзаказа на оружие, а не за счет потребления населения. Так и получалось, что люди ничего не могли купить на деньги, полученные за свой труд, потому что, даже если экономика росла, порох в пищу не годится, на танках к даче не подъедешь и с помощью реактивного миномета картошку не посадишь.

В какой-то момент, чтобы стимулировать экономику, нужно было произвести еще больше станков... но штаны при этом разваливались, люди работать не хотели, и на фоне обнищания населения падала производительность труда.

Таким образом, нарушился некий разумный баланс между естественными, но бытовыми интересами населения и «великими интересами» руководителей государства. Конечно, никто в обнищавшем обществе не мог с точностью утверждать, что произошел такой дисбаланс, ведь объективной информации об иных путях ведения экономики не было. Интернет еще не родился, и всем советским людям говорили, что на Западе вообще все ужасно плохо, а проверить это было негде — так и жили в не очень счастливым, полуголодном неведении.

Правда, иногда люди шепотом (чтобы не потревожить соседей) задавали вопрос: как же так, у нас так все здорово, но к нам никто не эмигрирует, а у них так все плохо, а все шмотки там, и все хотят туда эмигрировать. Вот!

Коммунистическое движение когда-то началось с «Манифеста Коммунистической партии», написанного К. Марксом и Ф. Энгельсом. Он начинался словами: «Призрак бродит по Европе — призрак коммунизма».

Успехи СССР в производстве средств производства превратили призрак коммунизма, который «бродил» по Европе в 1848 г. и которым Маркс и Энгельс пугали буржуазию, в настоящую страшилку, которая господствовала в XX в. А потом тот же настрой на производство средств производства преобразовал реальную страшилку обратно в призрак страшных заблуждений, которым пугают весь мир на уроках истории в 2008 г.!

А зачем, спрашивается, было нужно вооружение? Для мировой революции! (Вот динозавра-то выпустили погастись!) Смешно то, что это животное, олицетворяющее государства, строившие коммунизм, обитало по всему миру меньше 20 лет назад, а сейчас это один из экспонатов исторического музея.

Так основная часть доктрины, на которой базировалась мечта о мировой революции и чистоту которой боялись потревожить изменениями, привела к краху экономики советского блока. Китайцы это поняли раньше других. Непонятным и неведомым образом люди, сформировавшиеся в недрах коммунистической системы, разобрались в этой и многих других сопутствующих проблемах, коренившихся в устаревших взглядах, и открыли все шлюзы для капитализма, разогнав темпы роста экономики до невиданных в послевоенные годы показателей.

Памятники этим людям стали ставить уже при жизни. Они ведь были под «колпаками» всех своих спецслужб, но у них хватило не только ума, но и смелости, чтобы защищать свои новые взгляды на экономику. Поистине китайцы — современные Прометеи, которые были готовы рисковать своими жизнями во имя производства средств потребления!

Произошла переориентация почти всей китайской экономики на производство даже не средств потребления, а предметов потребления, которыми сейчас забиты магазины всего мира. А на вырученные деньги китайцы стали производить всевозможное оборудование, т.е. пошли путем, который полностью противоречил догмам марксизма, и смогли накормить свое многочисленное население.

Этот глобальный экономический пример еще раз напоминает: вы как инвестор должны быть готовы к тому, что и экономика, и рынки развиваются не по прямой. *Существуют вполне очевидные идеи, такие, например, как необходимость построения капитализма в России, которые ждут своего признания годами.* Многие из них так и остаются нереализованными, но зато есть такие, которые выскакивают, словно шишка на лбу при ударе. Бум! — и словно из ниоткуда появляется этакая «пельменя» типа интернет-бума и новой структуры мировой экономики!

Последствия событий 11 сентября

Итак, постепенно на фоне стабильности западных и, прежде всего американского, рынков начали расти развивающиеся рынки, в том числе и российский. Впервые за столетия в основе роста развивающихся стран лежали не потребности развитых экономик (метрополий) в сырье, а реформы экономики и общества, которые вели к росту покупательной способности всего населения, а не группы власть имущих. Новые страны, вошедшие в капиталистическую систему, стали важным фактором роста всей мировой экономики.

Действительно, долгосрочные реформы начали давать результаты в нескольких странах одновременно. Особенно сильно они изменили ситуацию в Китае и Индии. На фоне многих успехов и проблем *одним из основных достижений стало появление среднего класса.*

С экономической точки зрения средний класс — это покупательский спрос. Стабильный и растущий покупательский спрос приводит к увеличению емкости внутреннего рынка, а следовательно, и потенциальных прибылей корпораций, которые используют их для расширения производства. Тем самым прогноз продолжающегося роста спроса приводит к увеличению количества людей, которые оказываются вовлеченными в производительную сферу, чтобы этот спрос обеспечить, что подстегивает рост среднего класса.

Говорят, что Индия — страна с самым большим средним классом в мире. Он составляет примерно 300 млн человек, т.е. равен по численности

населению США. Но в Индии проживает более 1 млрд человек, и если численность среднего класса увеличивается хотя бы на 60 млн в год благодаря вовлечению ранее неохваченных слоев, то получается рост среднего класса и покупательной способности на 10–20% в год. Это огромный резерв роста и компаний, и экономики. Примерно то же самое происходило в эти годы и в Китае. Теперь в процесс перехода нищего населения в средний класс начали втягиваться и многие другие страны.

Соответственно начали расти их компании и финансовые рынки, хотя, как вы видели на рис. 2.1 и 2.2, объем всех наиболее продвинутых рынков акций (так называемая «капитализация» рынка) остается относительно незначительным.

Итак, семь лет подряд мировая экономика и финансовые рынки всех стран росли, росло и благосостояние населения (рис. 2.3), причем настолько уверенно, что очень многие забыли, что *рост не является обязательным состоянием экономик*.

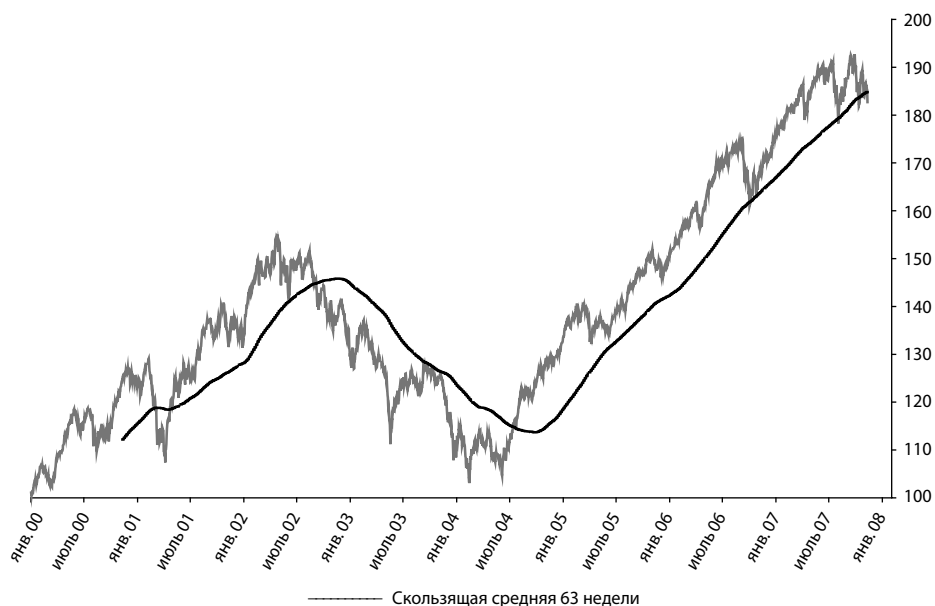


Рис. 2.3. **Глобальный индекс доходности Credit Suisse, включая Китай и Индию**

Источник: Credit Suisse

Негативные последствия текущей тенденции роста

Конечно, не все последствия роста мировой экономики — однозначно позитивные. Одно из самых неприятных — рост цен почти на все категории товаров, т. е. инфляции. Мы акцентируем ваше внимание на том, что

очевидный нам рост цен почему-то не становится частью официальной статистики. Цены на квартиры выросли за эти шесть лет в несколько раз. Цены на продукты питания почти удвоились, а официальная годовая инфляция в США — меньше 2,5% в год. В России показатель инфляции — около 11%, но по сути он не совсем сопоставим с аналогичными показателями других стран. Цены в России растут не только из-за роста спроса. Российская инфляция включает расход на продолжающийся переход от советской экономики в капиталистическую: постоянно идет рост тарифов, которые во времена существования СССР были занижены, а сейчас добавляют несколько процентов к ежегодной инфляции. Это неизбежная часть проблемы модернизации. После окончания реформ можно надеяться, что инфляция в России будет сопоставима с инфляцией в США и Европе.

Почему все-таки во всем мире растут цены для нас, обывателей? Причин очень много. Одна из них — в том, что рост экономики порождает рост цен на сырье.

График на рис. 2.4 показывает, как за несколько лет выросли цены на основные сырьевые группы.

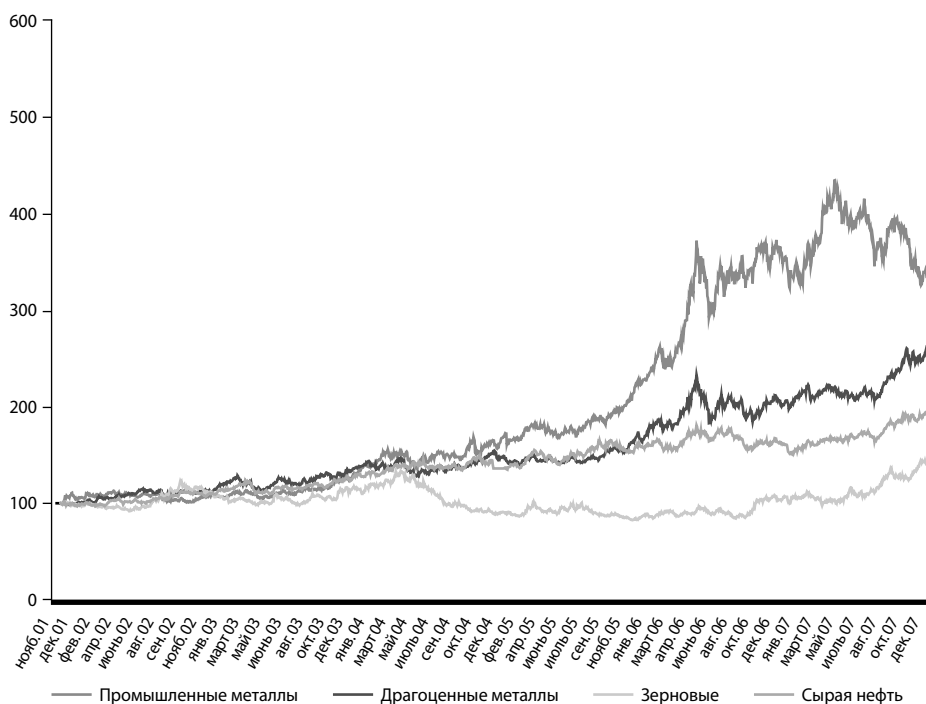


Рис. 2.4. **Товарные индексы доходности Credit Suisse**

Источник: Credit Suisse

Даже в 2006–2007 гг. этот рост шел ускоренными темпами. Отсюда и срыв планов российского правительства по удержанию уровня инфляции: такого роста цен на сырье, и особенно на сельскохозяйственную продукцию, никто не ожидал не только в России, но и во всем мире. Такие срывы произошли в бюджетах фактически всех стран.

Как же правительства считают официальные показатели инфляции, если она не отражает роста цен? Это вопрос сложный. Проще сказать, выгодно ли правительствам занижать темпы инфляции? Ответ положительный, ведь пенсионные фонды, фонды социальной защиты, средства, расходуемые на содержание чиновников, и многое другое в большинстве стран индексируется с учетом инфляции. А раз она низкая, то и никому ничего платить не нужно.

До какого предела могут расти цены? — тоже большой вопрос. Уже сегодня во многих странах мира молодые люди не могут позволить себе купить жилье. Конечно, россиянам к этому не привыкать, но для жителей стран с развитой экономикой — ситуация непривычная¹.

В то же самое время увеличилось количество богатых людей. Выросло и их потребление предметов роскоши. Например, в 2007 г. нужно было ждать от одного года до трех лет, чтобы купить яхту среднего размера или самолет. Производство предметов роскоши не успевает за спросом. А значит... инфляция в сфере недвижимости и на рынке предметов роскоши будет продолжаться!

Источники роста денежной массы

Рост заемных средств

Цены растут, поскольку для приобретения товаров и услуг у людей стало больше денег, или как их называют в финансах, больше «ликвидности». Возникает вопрос: откуда же берутся все эти средства?! Однозначного ответа никто не дает. Многие говорят о позитивных тенденциях, описанных выше, но есть и такие, кто думает, что это происходит за счет расширения предложения кредитов, т.е. происходит раздувание мыльного пузыря. Например, вы купили акции, а они поднялись в цене. Вы заняли под этот прирост деньги и вложили дополнительные средства в акции или в недвижимость и т.д. Поскольку таких, как вы, сравнительно много, то заработки на акциях обрастают все новыми долгами и приобретениями; усиливается ощущение богатства.

Теперь посмотрим, как соотносится поведение экономики и ваше собственное. Экономика себя чувствует нормально, инвесторы вкладывают

¹ В то же время растет число богатых людей. Интересно, что по обзорам прессы количество людей, ставших состоятельными благодаря росту цен на жилье, очень высок. Получается, что те, кто начал спекуляции недвижимостью, много заработал, и пока находятся покупатели, рост цен не останавливается.

деньги, вложенные средства ускоряют развитие экономики, инвесторы, обнадеженные ее первоначальным ростом, вкладывают еще больше денег (теперь не только своих, но и заемных), экономика растет еще больше, а вместе с ней растут и цены.

В какой-то момент цены и стоимость жизни отрываются от покупательной способности населения в целом. Компании, в чьи акции вы так удачно инвестировали, уже не могут повышать цены или расти, как раньше, и когда на рынке это становится очевидным, судя по финансовым отчетам компаний, их начинают продавать. Поскольку вы купили акции и на свои, и на заемные средства, ваши потери растут очень быстро. Вы пугаетесь и продаете. Ваши коллеги — тоже. Рынок начинает ускоренно катиться вниз... пока не появляется платежеспособный спрос, например цены на недвижимость падают до уровня, когда ее может позволить себе купить молодежь или хотя бы люди средних лет со средним доходом. Этот цикл небыстрый, и наверняка, он занимает лет десять.

Конечно, центральные банки все это видят и поэтому борются с инфляцией и падением темпов роста экономики. Они это делают путем повышения процентных ставок, исходя из того, что чем выше цена денег, тем меньше будет заемщиков, готовых платить повышенные цены за займы, и тем меньше станет инвесторов, готовых занимать, чтобы вложить средства в акции и недвижимость. Эта теория работала на протяжении десятилетий, но начиная с 2005 г. рост процентных ставок не привел к снижению цен, поскольку цены на акции и жилье росли настолько стремительно, что их темпы роста значительно превышали стоимость заемных денег (процентных ставок).

Другие объяснения того, откуда взялись деньги для инвестиций

Но может быть, не только возрастание объема кредитов привело к появлению большого количества денег в экономике? Есть и другое объяснение роста цен активов (объектов вложений). В последние десять лет население мира начало откладывать больше сбережений на старость. Количество активов не успевало за ростом возможных вложений, и чтобы обеспечить себе хоть какую-то доходность, инвесторы (например, пенсионные фонды) начали вкладывать даже в «переоцененные» активы¹.

В дополнение к этой есть теория, которая гласит, что большой объем денег просто напечатан правительством США. В соответствии с этой

¹ Как эти активы оказались переоцененными? Считают, что риск потерь на инвестициях снизился, потому что появились новые способы управления ими. Поскольку упали риски, то и стоимость активов (акций, облигаций, недвижимости и т. д.) выросла, потому что все захотели иметь безрисковые активы, дающие надежный доход. Все вроде было хорошо, но спрос оказался слишком велик и «загнал» цены на активы слишком высоко, даже по мнению тех, кто их купил. Получается, что доходность активов неоправданно снизилась. Но продать их не имело смысла: все остальное было тоже перекуплено и альтернатив вложений осталось не так уж много.

точкой зрения американское правительство позволяет себе огромные дефициты. Этим оно искусственно завышает государственный спрос в Америке, т. е. спрос со стороны государственных организаций (например, на расходы Пентагона для выплаты зарплаты госслужащим). На полученные от выполнения госзаказов средства граждане США покупают потребительские товары, да еще и приобретают их в кредит, что еще больше увеличивает покупательную способность денег, выплаченных за счет государственного долга. Потребительские товары, как правило, импортируются из стран Азии. Таким образом, дефициты правительства США и кредиты банков финансируют рост спроса на продукцию развивающихся стран.

Говоря о влиянии американского бюджетно-торгового дефицита, рассмотрим пример финансирования войны в Ираке. Ее ведение стоит миллиарды долларов, и чтобы их получить, американское правительство или должно урезать другие расходы, или повысить налоги, или получать больше налогов за счет ускорения роста экономики, или одолжить недостающие средства. Первого и второго оно не делает. Экономика явно не дает необходимого роста доходов, поэтому США вынуждены занимать деньги в других странах или просто их печатать. Америка в основном прибегает к внешним заимствованиям, что увеличивает количество кредитов, выдаваемых правительству США, а эти кредиты «создают новую денежную массу», которое правительство тратит. Если оно когда-то выплатит эти кредиты, то денежная масса сократится.

Почему инвесторы поддерживают эту спираль? Потому, что у них есть ДОЛЛАРЫ. Они появились, поскольку правительства продавали товары за доллары. Эту валюту проще вкладывать в долларовые активы. Ведь, чтобы купить на доллары активы, выраженные в евро, нужно продать их за евро (обменять их на евро). Но если это делать часто, то цена доллара к евро упадет, т. е. долларовые сбережения потеряют часть своей стоимости. Этого инвесторам допускать не хочется, поэтому свои доллары они будут вкладывать в долларовые ценные бумаги. А кто самый надежный заемщик в США? Американское правительство! Поэтому они будут стараться покупать выпущенные им ценные бумаги.

Но поскольку в один прекрасный день инвесторы могут перестать давать деньги правительству США под низкие ставки, то в этот момент остановится и дефицит, т. е. источник мировых доходов!

Эта теория смыкается с другой, которая указывает на то, что *основными бенефициарами дефицитов США являются экспортеры готовой продукции из стран Азии и экспортеры сырья*, в основном из стран Персидского залива.

Большая часть денег азиатских государств вкладывается обратно в облигации правительств тех стран, которые покупают их продукцию. В результате значительного инвестиционного спроса эти правительства могут платить по своим облигациям более низкие ставки. Кроме того, им нужно отвлекать

меньше денег на заимствование у граждан своих стран. В результате денег становится больше и они дешевле, чем должны были бы быть в ситуации, когда у этих правительств наблюдаются дефициты бюджета.

Механизм действия нефтедолларов несколько иной. Считается, что размер «коллекции» нефтедолларов уже в 2006 г. составлял около \$3,8 трлн, из которых почти половина осела в странах Персидского залива. Примерно 60% этих денег вложено во всевозможные инвестиции, в значительной мере — за пределами региона. Таким образом, нефтедоллары через фонды финансировали не только правительства, но и приобретение других финансовых и нефинансовых активов. Более того, они были несколько диверсифицированы регионально. Например, значительная часть этих средств ушла на портфельные инвестиции в развивающиеся страны.

Ситуация с недвижимостью

Все графики, приведенные ниже, иллюстрируют устрашающую мысль о необычайной связи (корреляции), существующей между динамикой рынка жилья и динамикой экономики! Возьмите для примера Германию (рис. 2.5) или Великобританию (рис. 2.6). На графиках видно, насколько цены на жилье коррелируют и с экономикой, и с потреблением.

Кстати, «коррелирует» не означает, что каждое падение цен на жилье ассоциируется с рецессией в экономике. Однако, если одновременно с ценами на жилье «излишне» растут цены других финансовых активов, то падение первых привести может привести к очень неприятным последствиям.

В этом плане интересно, что в Германии, где рост цен был связан в основном с переоценкой стоимости жилья в Восточной Германии в годы, последовавшие за объединением двух частей страны, спад экономики начался значительно позже, чем падение цен в 1994 г., в отличие от Великобритании, где падение цен на жилье в 1989 г. фактически сопровождалось спадом экономики.

Чем обусловлена такая тесная взаимосвязь? Частично тем, что в момент оживления на рынках жилья люди покупают всевозможные товары долгосрочного пользования. Растет спрос на относительно дорогие товары типа стиральных машин, электроплит, мебели. Таким образом, резко улучшаются показатели всех отраслей, работающих на потребителей.

Например, в 2008 г. одной из жертв кризиса ликвидности в Казахстане стали цены на жилье. За январь-февраль они упали до 20%. Одновременно почти на 50% снизился объем продаж в магазинах, специализирующихся на товарах долговременного пользования для дома.

Легко предсказать, что и в США эта взаимосвязь играет огромную роль, поэтому приведенный ниже график (рис. 2.7), показывающий прогноз раз-мера инвестиций в жилье, скорее всего может означать только одно: в 2008 г. в Америке будет спад деловой активности, т.е. рецессия.

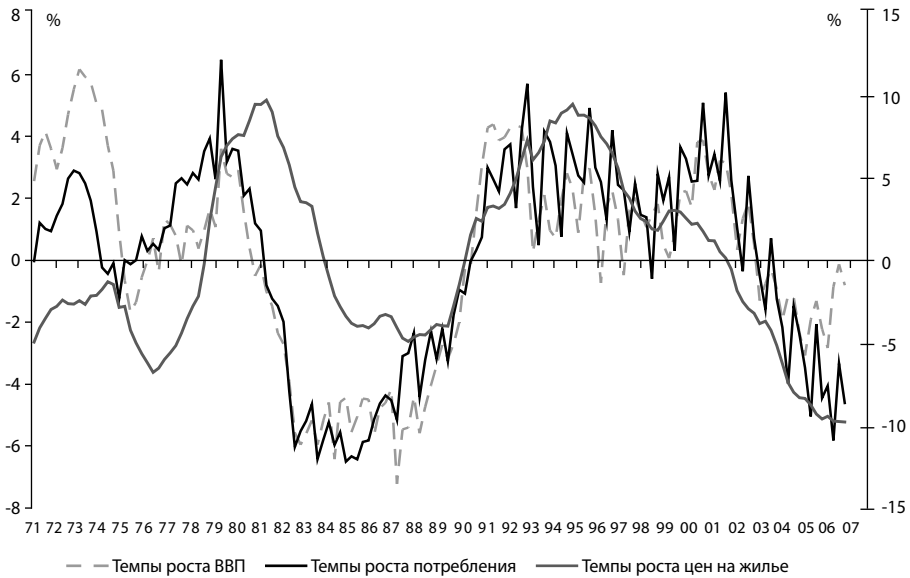


Рис. 2.5. Германия: цены на жилье и реальная экономика (отклонения от тренда)

Источник: Deutsche Bank Global Markets Research

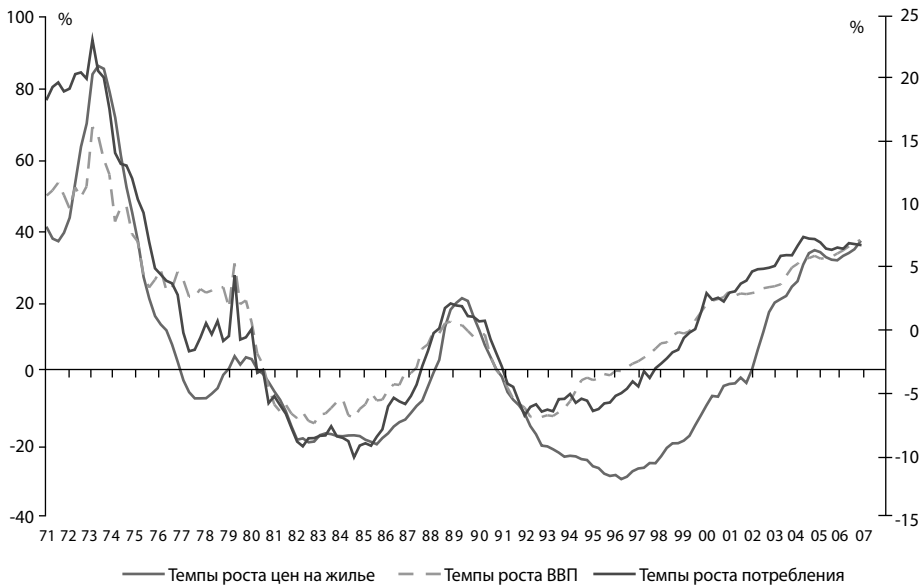


Рис. 2.6. Великобритания: цены на жилье и реальная экономика (отклонения от тренда)

Источник: Deutsche Bank Global Markets Research

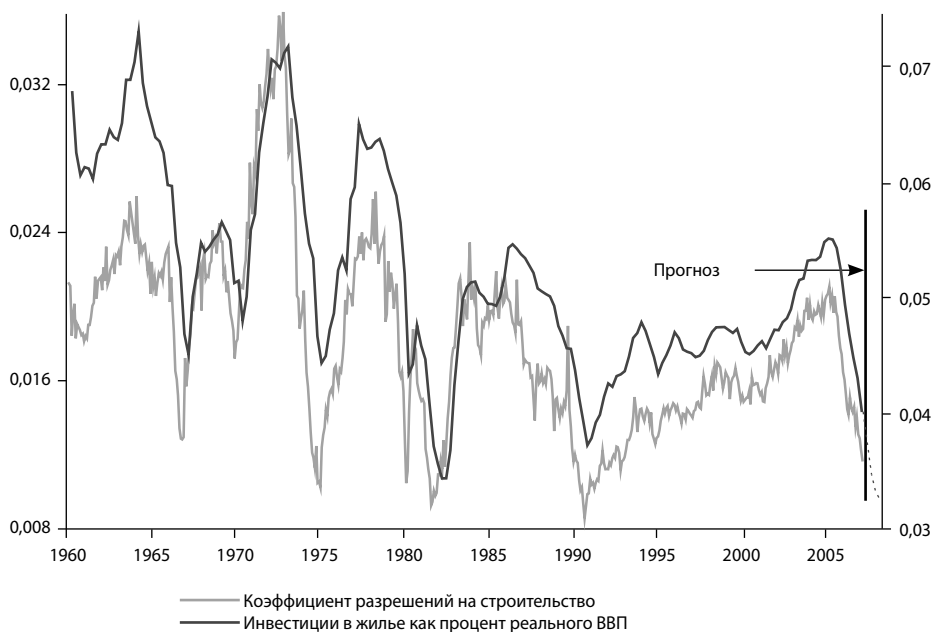


Рис. 2.7. **Инвестиции в жилье стремятся к историческому минимуму**

Источник: Deutsche Bank Global Markets Research

Все понятно, но что конкретно?

Об Экономике, Финансах и Рынке можно рассказывать очень долго, оставив читателя не только в абсолютном восхищении, но и абсолютно без понимания. Чтобы разложить все по полочкам, мы попробуем уместить все взаимосвязи этих родственных душ на одном графике, понятном всем любителям финансово-приключенческой литературы без особых комментариев.

На графике (рис. 2.8), вы видите, что мировая экономика (измеряемая валовым внутренним продуктом) и индекс, состоящий из акций развивающихся стран, сильно коррелируют, хотя Рынок акций выглядит гораздо более нервным и беспокойным. Мечется он потому, что сам себя боится. Начнет падать и думает: «А вдруг Экономика теперь тоже упадет?», поэтому падает еще больше, чем хотел. Потом смотрит, а Экономика не падает. Тут Рынок разворачивается и радостно бежит навстречу своей розовой мечте. Потом он снова очень увлекается и опережает рост Экономики, оглядывается и ...ну, в общем, они ведут себя как супруги, которые всю жизнь друг друга в целом понимают, но частенько нарываются на мелкие скандалы.

Разглядывая этот график, вы, наверное, думаете, что можно запыхаться, объясняя его разными теориями. Но если вы всего этого не понимаете, не расстраивайтесь: что бы там ни было, «правильного» ответа нам не узнать!

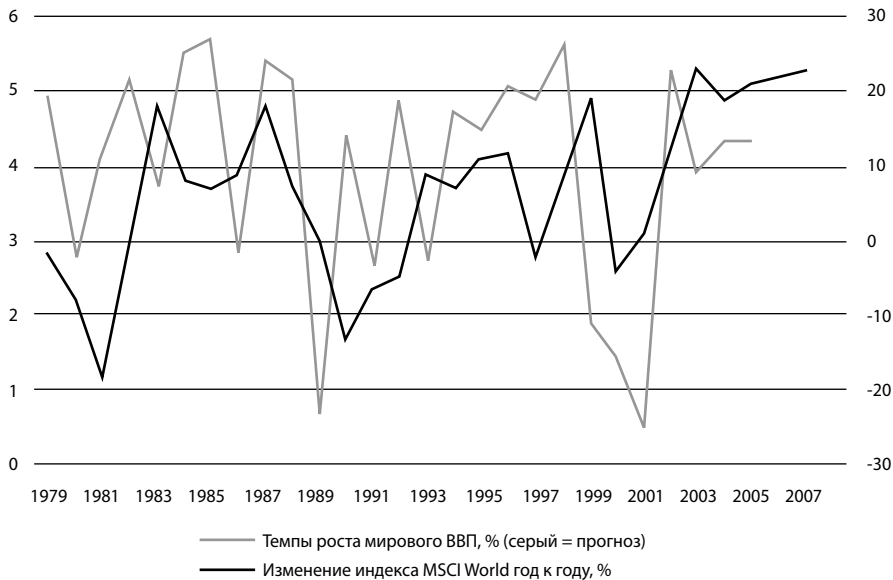


Рис. 2.8. Взаимосвязь роста мирового ВВП и роста индекса акций развивающихся стран MSCI

Источник: Morgan Stanley Research, 16 July 2007, European Strategy

Поэтому, если даже цены на объект вашего интереса упадут, причина будет та же, что и во все века: излишний оптимизм, смешанный с жадностью, и без оглядки на страх.

Подумайте сами, ведь одни кризисы в чем-то повторяют другие. Разве были неправы инвесторы, которые в XVIII и XIX вв. считали, что освоение огромных ресурсов Латинской Америки принесет им баснословные прибыли? А ведь за 200 лет было несколько крупных мировых кризисов из-за огромных потерь от вложений в эти рынки. Даже И. Ньютон потерял свои инвестиции в «Компанию Южных морей» в XVIII в. При этом инвестировал он не в качестве физика, а в качестве директора Монетного двора Великобритании, т. е. имел доступ к самой привилегированной информации.

Эта компания собиралась перевезти из новых земель все золото, серебро и диковинные продукты. К тому времени уже были получены подтверждения, что эти полезные ископаемые там и вправду есть. Ведь испанцы везли из Америки золото кораблями. Почему было не поверить, что и вновь организованная компания, которая пользовалась к тому же благосклонностью монархов (говоря современным языком, «административным ресурсом»), не сможет найти пару ямок с золотом?

Спекуляции с недвижимостью тоже были причинами кризисов. Достаточно вспомнить, что именно с них началось ослабление рынка перед кризисом в 1929 г. Довольно «забавно», что тогда, как и в 2007 г., лопасть пузыря начал с недвижимости штата Флорида.

Спекуляции с акциями также приводили и к кризисам, и к небольшим падениям экономик (рецессиям) во многих странах. Можно быть уверенным, что в те времена люди были не глупее, чем мы, и у них тоже имелись очень веские основания считать, что раздутые цены обоснованны, а новые тенденции должны продолжаться. Однако не продолжились.

Поскольку «читать» намерения Рынка — дело сложное, деньги на нем теряли и зарабатывали и те, кто был экономически грамотным, и те, кто ни в чем лыка не вязал. И это самый главный вывод для начинающих: вы не настолько далеко отстаёте от профессионалов, как может показаться.

Так что ничто не ново под Луной. Вот и получается дилемма: если рост продолжится, а вы не вложили деньги — они девальвировались. Если же вы вложили, а тенденции остановились, то вы потеряли. Иначе говоря, в любом случае есть угроза остаться в минусе!

Некоторые в ответ на такие рассуждения говорят, что, мол, рынок сравнительно быстро определяет тенденции, которые зашли далеко. Узнали эту идею? Это как раз основной допуск теории эффективного рынка! Это она утверждает, что люди, дескать, рациональны и не допускают перегрева рынков. Может быть, в большой исторической перспективе это действительно так, но нужно помнить саркастическое высказывание великого английского экономиста Дж. Кейнса: «Рынки могут оставаться иррациональными гораздо дольше, чем инвесторы — ликвидными». Иначе говоря, у вас может не хватить ресурсов, чтобы пересидеть «неправильную» тенденцию.

А вообще, говоря о рациональности, можно еще раз задаться вопросом: а кто «рационален»? Правильно: те, кто выжил в очередном катаклизме. Именно о них мы говорим, что они принимают правильное решение. А кто «иррационален»? Все те, кто потерял деньги! Абсурд какой-то: вы ведь принимаете рациональные решения? И ваш сосед тоже себе назло не делает? А вот попробуйте потерять вложенные деньги, и вас немедленно назовут иррациональным.

Помните эту идею, когда будете выбирать консультанта: лучшей репутацией пользуются как раз те, кто когда-то оказался «рациональным». Некоторые заслужили свою славу. Некоторым повезло. Ваша задача — распознать, кто есть кто.

Что нас ожидает

Кризис на финансовых рынках США, который начался в 2007 г., будет очень тяжелым. Он атаковал много основных организаций западного мира. Уйдет несколько лет на восстановление доверия населения и финансовых рынков. Это будет происходить на фоне нового явления, которое почти 20 лет не вызывало большой тревоги.

Это явление — инфляция. Нам кажется, что придет она из Китая. Заниженная стоимость китайской валюты — юаня — способствует тому, что

цена китайских продуктов против других валют занижается, поэтому их с охотой покупают импортеры, платя долларами и евро, в которых происходят международные расчеты. Таким образом, у Китая растут резервы в долларах и евро. Из-за этого количество денег в Китае постоянно увеличивается, поскольку значительная часть полученных от экспорта валютных доходов обменивается на юани.

Как мы знаем, большой объем новых денег должен на что-то тратиться. Иначе говоря, вначале платежеспособный спрос способствует росту экономики, но потом излишнее количество денег ведет еще и к росту инфляции... которая снижает платежеспособный спрос, что в долгосрочной перспективе ведет к падению темпов роста экономики!

Но, кроме того, растут внутренние цены на китайскую продукцию, а значит, их продают по более высокой цене и за рубеж. Следовательно, рост китайских резервов, обусловленный успехами в экспорте, сейчас стал фактором, который повышает инфляцию во всем мире!

При этом рост благосостояния в Китае и его продолжающийся экспорт являются «долгоиграющими» факторами. В связи с этим дешевизна китайских товаров из фактора, который на протяжении 15 лет сдерживал рост инфляции в мире, превращается в фактор, который ее добавляет. А это значит, что, вероятнее всего, как только текущий кризис в США пройдет, весь мир вступит в новую эру, о которой большинство людей среднего возраста знает только понаслышке: в эру инфляции (рис. 2.9).

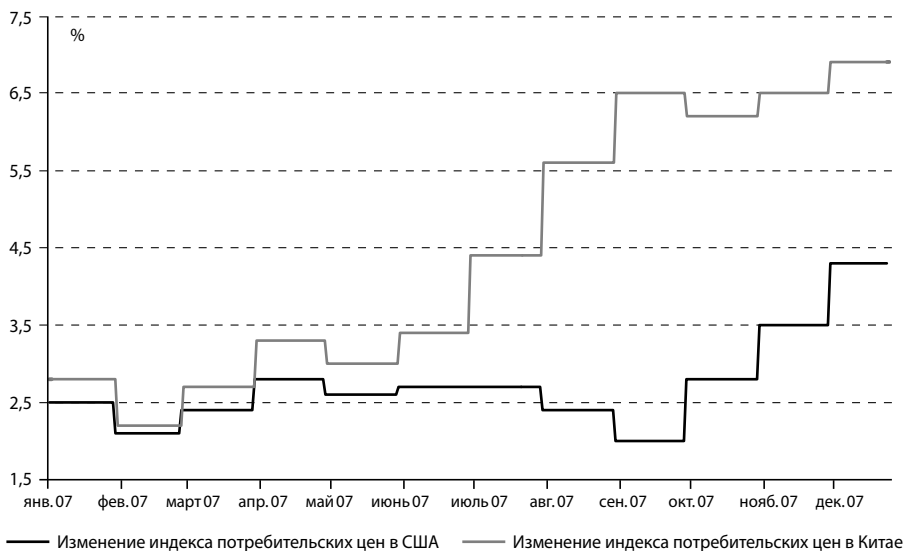


Рис. 2.9. Динамика инфляции в США и Китае

Источник: Блумберг

Теперь представьте себе, насколько сложно перестраивать методы регулирования, которые были выработаны за последние 20 лет и которые основывались на отсутствии инфляции. Эта задача фактически требует новых экономических экспериментов, последствия которых будет непросто предсказать.

Кроме того, перетекание богатства из развитых в развивающиеся страны, которое произошло в последние десять лет, очень напоминает процесс перетекания денег из Европы в США во время Первой мировой войны. Иначе говоря, мы являемся свидетелями эпохальных изменений.

Конечно, в такой среде не нужно пускаться в авантюры. Лучше немного недозаработать и стать консервативными инвесторами, которые руководствуются *основной целью: не дать своим сбережениям потерять покупательную способность.*

Часть II

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПСИХОЛОГИЯ

Глава 3

«ПРОБЛЕМЫ С ГОЛОВОЙ» У ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА

Мяч пролетел мимо штанги,
но это не его вина.

Из наблюдений Рынка

Удача

Есть разные теории о том, как стать богатым. Но если вы непрофессионал в какой-то области, то, чтобы разбогатеть, должны честно признаться: самое полезное для успеха — это везение. Удача — это хорошо!

Экономика любит порезвиться. Бывает, соберет в парке всех желающих сыграть в наперсток. Разложит маленькую картонку, кинет маленький шарик и начинает его гонять между двумя наперстками. Если делать это быстро, люди не замечают, под каким наперстком его прячут и, когда она просит назвать, где шарик, они не угадывают и проигрывают ставку.

А кажется — такая простая игра! Все перед глазами, никакого мухляжа... выигрывай — не хочу. Все равно почти все продуваются в пух и прах.

Самому плохому игроку Экономика всегда на прощанье говорит: «Тебе так не везло всю игру, возьми 100 рублей! Это лишь малая компенсация за проигрыш, купи себе шоколадку, почувствуй себя лучше! Кстати, вот тебе мой адрес, еще 100 рублей и мои паспортные данные. Пожалуйста, в следующий раз, когда будешь купаться в море, купи страховку на мое имя!

Но если отловишь свой шарик... можешь всем рассказать, какой ты умный, даже не упомянув о своем везенье!»

Познай себя и инвестируй лучше

Конечно, можно обойтись и без удачи, но тогда нужно много чего знать. И, как ни странно, в первую очередь себя! И это, как ни странно, — *самая*

сложная часть инвестиционного процесса. Тех, кто не побывал в рыночных переделках, эта фраза не убеждает. А вот один мой знакомый, долго инвестировавший для крупного банка, однажды с горечью сказал: «Опять нового аналитика мне в помощь нанимают! Какой от него толк? Лучше наняли бы мне психиатра!!!»

Он, конечно, не сходил с ума, но его обуревали сомнения, желания, страхи и другие эмоции, которые подчас было сложно сдерживать. Если вы втянетесь в управление деньгами, эмоции периодически будут захлестывать и вас. Поэтому, прежде чем мы расскажем о том, что делать на рынке, предлагаем вам познакомиться с самими собой и в помощь даем некую памятку. Итак, начинаем игру «Найди в себе инвестора!»

Память

Ваша инвестиционная память о каких-то рыночных событиях, к сожалению, не будет включать эмоции, которые вы тогда испытывали. Мы уже говорили об этой несурзности на примере того, как представляются шесть лет испытаний до поступления в институт и после его окончания. Перейдем к рыночному эквиваленту этой ситуации. Допустим, вы купили акции, а потом из-за чего-то рынок обрушился. Вы молились, чтобы вам хоть что-то осталось, вы не спали ночей, воздерживались от отношений с супругой и для поддержания духа ели много мороженого. В общем, нервничали по полной программе. Но прошел год, и вы постепенно забыли обо всех этих переживаниях. Теперь вам кажется, что все было просто: купили, подождали, заработали, пошли в кассу и забрали деньги.

Эмоции и память: первые уходят, и остаются факты, которые, уже не окутанные эмоциональным коконом, подчас не могут объяснить ваши прошлые действия. Они — как сухофрукты, которые уже не напоминают свежие плоды, и как русло высохшей реки, не похожее на полноводный поток. Вы тогда заработали? Память сохраняет, как сказал то ли Цезарь, то ли Шолохов, только факт: «пришел, увидел, наследил», а сколько вы сапог при этом истоптали и сколько натерли волдырей, в ней не удерживается.

Что это взаимодействие эмоций и памяти значит для вас как для инвестора?

Это значит, что вы мало чему учитесь, даже теряя деньги, и вообще ничему не учитесь, зарабатывая их! Ведь в эмоциональном плане заработок проходит почти незаметно. А раз нет стресса, то и анализом проблем, которые наверняка возникали в ходе даже выигранных инвестиций, мы не занимаемся. Поэтому от побед остается лишь одно воспоминание, которое важно для поддержания уверенности, но редко способствует накоплению опыта.

С такими предпосылками, когда вы покупаете что-то в свой портфель, как вы думаете о риске? Как гигант мысли и проверенный боец! Да, вы

знаете, что можете потерять, но вы готовы к этому стрессу и в случае чего его пересидите. О, да! Готовы, бесстрашны, умны.

Потом начинаете терять... и небо кажется с овчинку.

Что эта непоследовательность восприятия значит для вас как для инвестора?

Это значит, что вы не только плохо учитесь, но еще и обманываете себя. Поэтому лучше начинайте инвестировать с очень маленьких сумм, чтобы проверить свою способность выдерживать инвестиционные стрессы.

И последнее. А. Эйнштейн как-то сказал, что «счастье — это хорошее здоровье плюс плохая память». Звучит почти как девиз инвестора! Зачем вам плохая память? Чтобы забывать о поражениях! Представьте себе, что вы несколько раз теряли деньги. После такого опыта снова заставить себя инвестировать будет сложно. Вот тут вам бы не помешало забыть горечь поражений.

Единственное, о чем не нужно забывать, это делать выводы из ошибок! Тогда вы не будете нервными, но будете умными. А там, может, и удача подойдет.

Вот так и возникает дилемма: *когда вы чистите свое сознание, что нужно себе оставлять — плохое или хорошее?*

Ожидания

Проблемы у нас не только с памятью, но и с прогнозами своих ощущений от торговли. Помните, мы говорили о короле инвесторов — факторе под названием Время?

Оно не только лишает прошлые ощущения боли, но и мешает предположить, какие эмоции вы будете испытывать в будущем. Например, когда вы голодны, то думаете, что завтра на обед съели бы любую корочку хлеба. Наступает завтра, вас кормят вкусным завтраком, и на обед вы уже желаете отведать изысканное блюдо и только в определенном ресторане! Вчера вам бы и в голову не пришло, что можно быть таким избалованным!

Как мы принимаем решение в отношении определенных событий, которые можно ожидать в будущем? В первую очередь учитываем наше сегодняшнее к ним отношение и подспудно предполагаем, что так же будем относиться к ним когда-то в будущем. Представляете, насколько по-разному будет относиться к симпатичной девушке один и тот же мужчина в 18 и 80 лет? И если задать этот вопрос 18-летнему юноше, вряд ли он сможет предположить, каким будет его отношение, когда ему будет 80.

Итак, на стадии ожиданий вы также должны предполагать, что ваше «трезвомышление» имеет предел, причем очень близкий. Скорее всего, вы находитесь в состоянии выработки некоего внутреннего контрольного механизма, который будет управлять вашими ожиданиями по мере вникания в новую область. Так, сначала вас не удовлетворят прибыли, размер

которых, возможно, будет меньше, чем вы ожидали, или у вас уйдет больше времени, чтобы их получить. Чуть позже вы будете более точно предполагать, насколько расстроитесь из-за потерь. Но однажды ваши ожидания начнут соответствовать вашему стилю, и жизнь станет спокойнее.

Мотивация

На Уолл-стрит говорят, что «от рынка каждый получает то, что он подсознательно желает». Все говорят, что хотят получить прибыль, но на деле некоторые подменяют инвестиции хождением в казино. Для других это возможность на равных пообщаться в клубе. Третьи пытаются доказать самим себе и окружающим, какие они умные. Поэтому, коль скоро вы решили этим заниматься, договоритесь с самим собой, какая цель вас будет привлекать на рынке.

Мотивация слишком во многом базируется на конкуренции, т. е. на сравнении себя с окружающими. Ваш сосед по совету брокера купил акции «Газпрома» и заработал 20%. Ваш брокер порекомендовал вам ЛУКОЙЛ, вы заработали только 10%, и тут же задумались над тем, не сменить ли брокера. Или другой пример: рынок вырос на 5%, а ваша акция — на 1%, и вы начинаете нервничать, что нужно менять акции в портфеле.

Вывод для инвестора: *если не хотите сойти с ума, не сравнивайте себя с окружающими чаще, чем раз в полгода.*

Многие начинающие заблуждаются, думая, что покупать нужно, когда не боишься (т. е. их мотивация основывается на комфорте и отсутствии страха). Это не совсем так. Конечно, в обычной жизни мы привыкли блокировать свой страх даже перед дьяволом, поэтому только страха недостаточно для того, чтобы попасть в рай, иначе все боялись бы ада и вечного огня! А вот когда вы инвестируете, лучше учитывать свои опасения: покупать нужно, когда рынок кажется страшным! Если вам комфортно, значит, комфортно и всем, а значит... скорее всего, цена уже на пределе.

Вывод для инвестора: *сильный страх не противоречит возможности хорошо заработать. Зато излишний комфорт уж точно опасен.*

Мотивация — одна из основ принятия решений. Проблема в том, что люди реагируют на мотивацию не так, как она представлена в реальности, а так, как она отражается в их сознании. Эксперименты также показали, что люди равнодушны к акциям или ПИФам, которыми владеют. Например, участников одного эксперимента разбили на две группы: вошедшие в первую имели право выбирать билеты, а попавшим во вторую их давали.

Через какое-то время всем участникам предложили обменять билеты. Оказалось, что среди согласившихся на обмен было гораздо меньше тех, кто выбирал билеты самостоятельно.

Почему? Разве они не понимали, что выигрыш будет случайным и он не зависит от того, выбрали вы билет или вам его дали?.. Вам часто придется

чувствовать этот эффект на себе: по какой-то причине весь рынок будет падать, но несмотря на это вы будете верить, что именно с вашей акцией ничего не случится, потому что *вы ее выбрали*.

Этот эксперимент демонстрирует, что *люди склонны приписывать себе контроль над случайными явлениями*. Вроде умом все понимают, что вероятность выигрыша по лотерейному билету не меняется в зависимости от того, выбрал ли ты его сам или тебе его дали, но эксперимент показал, что все-таки люди верят в то, что случайные события можно контролировать.

Эта слепая вера — как предрассудок, и инвестор должен его отметить. Он даже может встать с левой ноги, а этот решительный шаг все равно не позволит ему контролировать рынок, как и другие случайные явления. От того, что инвестор оббежал черную кошку, прибыль компании, акции которой он купил, тоже не увеличится!

Наконец, последним неизменным бичом инвесторов является скука. Как кто-то пошутил, «жизнь была комфортной и скучной, пока не пришел в военкомат». Люди склонны к необдуманным действиям, когда нечего делать. Инвестор заметит, что именно тогда, когда ему скучно, он будет звонить брокеру! Старайтесь удерживать себя от такого типа разрушительных позывов.

Влюбляться или нет?

Это не лирическое отступление. Большая проблема для инвесторов состоит в том, что они влюбляются в свои позиции.

Вернемся к эксперименту с лотерейными билетами. Участники, выбиравшие их самостоятельно, выше оценивали шанс выигрыша. Подсознательная вера в возможность контролировать случайные явления перекликается с другим феноменом: «эффектом владения», из-за которого инвесторам трудно расстаться с тем, что находится у них в портфеле. Это одна из основных проблем начинающих, и не в последнюю очередь именно ею можно объяснить тот феномен, что они не могут заставить себя продавать убыточные позиции.

Ограниченность нашей перспективы

Говорят, один этнолог долго жил среди африканской народности пигмеев, проводя свои исследования. В благодарность он вывел одного из старейшин племени из джунглей в саванну (по-нашему — из леса в степь). Пигмей по имени Кенге впервые покинул место, где обзор был ограничен 20–40 метрами, и вышел на простор, где он мог видеть за километр.

В отдалении паслось стадо каких-то животных. С этого расстояния они казались точками. «Мухи», — со знанием дела сказал Кенге. «Да нет же,

кажется, антилопы», — возразил этнолог. Ученый рассказывал, что Кенге рассмеялся. Он, наверное, подумал: «Странные эти белые, если бы он тип мух перепутал, это еще куда ни шло. Но муху-то от антилопы уж мог бы отличить!»

Ему, наверное, не пришло в голову, что на расстоянии даже слоны выглядят как мухи. Люди всегда предполагают, что новое похоже на старое, но это часто оказывается не так. Предсказания почти никогда не сбываются — в том числе и по этой причине.

Предсказание на основе известных фактов связано с методом индукции. За этим страшным словом стоит каждодневно используемый вами прием, заключающийся в том, что на основании небольшого числа наблюдений формулируются универсальные закономерности.

Предположим, вы въехали в новый дом, и чтобы добраться до работы, вам нужен автобус, следующий непривычным для вас маршрутом. Каждый раз, когда вы пытались на него сесть, он опаздывал. Скорее всего, довольно скоро вы предположите, что автобус будет опаздывать всегда. Сами этого не зная, вы использовали метод индукции: на основе нескольких ситуаций сделали и прогноз общего поведения автобуса в будущем, и предположили, как он вел себя в прошлом.

Конечно, в обычной жизни мы бессознательно применяем индукцию по всем поводам, но, к сожалению, этот метод далеко не всегда неэффективен.

Инвестор должен помнить об этом качестве своего сознания. Если три раза цена акции падала не ниже уровня 43 рублей за акцию, то в четвертый раз он будет стараться купить по этой цене, ожидая, что цена акции снова вырастет с данного уровня.

Поскольку через опасности таких ожиданий прошли почти все инвесторы, на Уолл-стрит возникла поговорка «Кладбище забито могилами трейдеров, последними словами которых были “Раньше я такого не видел”».

Выбор

Вы, наверное, заметили, что чем шире выбор, тем сложнее его сделать. Психологи обратили внимание, что для того чтобы уменьшить свой страх перед выбором, люди подсознательно избирают диверсификацию. Например, если инвесторам предлагают разделить деньги между двумя фондами, то они предпочитают так и сделать, а не вкладывать все средства в один из них. Если же им предлагаются три альтернативы, то они делят деньги на три части.

Последствие этой тенденции — рост неуверенности в себе в критические моменты, потому что чем больше возможностей выбора, тем сильнее ощущение неспособности контролировать события.

Инвестор должен понимать, что большой выбор — далеко не всегда его друг.

Диверсификация

Возможность выбора пересекается с другой темой: диверсификацией. Диверсификация — это разделение позиции на несколько составляющих. В качестве синонима этого страшного слова американцы используют поговорку: «Не кладите все яйца в одну корзину».

Идея хорошая: мол, если потеряешь, то не все сразу. На практике, к сожалению, наши мозги так не работают: вы начинаете терять на одной позиции, а потом вам становится не по себе, и вы продаете все остальные.

Хотя за эту идею Г. Марковиц получил Нобелевскую премию, исследовал-то он эффект диверсификации на убытки портфеля, который состоял из нескольких тысяч акций.

Наука и искусство частенько расходятся. То, что придумывают ученые мужи, может, и звучит убедительно, но на деле-то использовать это нужно как-то очень по-особенному.

Диверсификация — это как раз *один из этих особых случаев, когда приходится себя перебарывать, чтобы смешанные позиции не пострадали от смешанных чувств.*

Диверсификация возможностей хороша до какого-то разумного предела, после которого вы перестаете контролировать ситуацию.

Ошибки

Мутация (отступление от нормы) — основа эволюции. Какие-то необъяснимые генетические отклонения некогда послужили причиной появления новых видов птиц и рыб. Из обезьяны путем мутаций получился человек. Так что мы все — это ошибка природы при производстве обезьян!

В инвестициях никто не может избежать ошибок, но зарабатывают те, кто учится на своих ошибках, потому что их исправление — основа прогресса. Цикл «мутация (переход количества в качество или случайность) — исправление ошибок» является основой эволюции.

Может, мы и понимаем, что наши знания должны мутировать в нужном направлении, но, к сожалению, учимся довольно медленно. На Уолл-стрит говорят: «Все слушают, но никто не следует услышанному». Это констатация факта, что очень трудно выделить не только полезную информацию, но и полезный опыт.

Кажется, все хотят заработать, следовательно, как нигде, хотят этому научиться. Где уж найти большой стимул, чтобы обрести новые знания?! Но быстро это не происходит. Одна из причин заключается в том, что на каждом уровне нашего понимания мы улавливаем только ошибки, свойственные этому уровню. Нельзя требовать от двадцатилетних, чтобы они берегли свое здоровье. Нельзя требовать от пятидесятилетних, чтобы они не думали о старости. Так и в других аспектах жизни: почти по всем во-

просам взгляды людей с разным уровнем опыта расходятся, поэтому даже ценность уроков, которые дают вам более опытные коллеги, вы не можете оценить и воспринять.

Чтобы начальные ошибки не обходились слишком дорого, инвестор должен наращивать размер позиции медленно, до тех пор пока не приобретет опыт.

И еще один совет: «Лучше меньше, да лучше». Это означает: не вкладывайте деньги во второстепенные идеи. Не потому, что они не дают примерно такой же вероятности заработать, как и идеи, которые кажутся вам хорошими! Вы же не боги и поэтому не знаете, какая из идей в будущем позволит вам заработать больше. Но! *Если вы потеряете деньги на идее, которую не считали хорошей, то вместе с ней утратите уверенность в своем здравом смысле.* Ошибки мы себе прощаем, поскольку есть надежда их не повторять, а разгильдяйство полностью разрушает нашу уверенность в себе, а потому после таких ошибок трудно заставить себя вернуться в прежнюю сферу деятельности.

Внутренние процессы формирования инвестиционного мышления

Рассмотрим значение процесса калибраций (форматирования) нашего мышления на простом примере. Одной из причин ценности опыта является возможность *снижения количества повторных ошибок.*

Все понимают, что в новых ситуациях избежать ошибок непросто. Почему же так сложно избавиться хотя бы от тех из них, которые повторяются?

Одна из проблем заключается в том, что люди часто не пользуются своим опытом, поскольку не всегда могут сформулировать собственные выводы (иначе говоря, ввести новые критерии поведения) или не верят в его повторяемость (т.е. рассматривают какое-то событие как частное, хотя оно — часть общей тенденции).

Другая проблема: людям не всегда понятно, нужно ли менять уже сформированные принципы. А если необходимо, то как часто? *Понимание процесса, в результате которого был сделан тот или иной вывод, могло бы помочь ответить на эти вопросы.* Но тут возникает третья проблема: многие выводы возникают инстинктивно, а потому не имеют четкой формулировки. Объяснить, какие внутренние процессы повлияли на появление таких «неформулированных» выводов, почти невозможно.

* * *

Как видите, люди запрограммированы принимать решение на базе очень многих нерациональных и необъяснимых позывов. Как же все-таки понять, почему в данный момент они предпочитают покупать, а не продавать?! Почему, допустим, на 100 рублей, а не на 50? И почему сегодня, а не завтра?

Ответы на эти вопросы никто дать не может, но мы попробуем приоткрыть вам еще одну тайную завесу, поделившись своими наблюдениями над тем, как эмоции влияют на принятие решений.

Изменение наших эмоциональных приоритетов с течением времени

Попыткам «оптимизировать свои мозги» не помогает и то, что наше мироощущение часто меняется. Психолог Р. Стротц объяснил это тем, что для людей гораздо важнее краткосрочное, но немедленное удовлетворение своих желаний, чем долгосрочное. Например, люди переедают, потому что, несмотря на свое стремление похудеть, любят вкусно поесть, т. е. они склонны игнорировать долгосрочные интересы во имя сиюминутных удовольствий (рис. 3.1). Обобщая, можно сказать, что *немедленные потребности и существующие факторы гораздо больше воздействуют на нас, чем факторы, которые возникнут в будущем.*

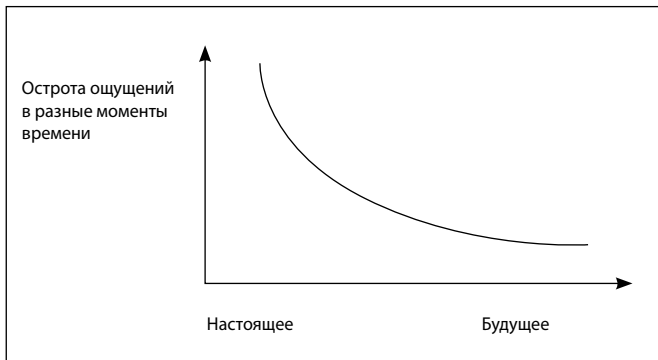


Рис. 3.1. **График изменения остроты ощущений во времени**

Стротц назвал свое наблюдение *функцией дисконтирования предпочтений*, но проще назвать это *графиком изменения остроты ощущений во времени.*

Экономисты Г. Шефрин и Р. Талер развили это наблюдение, отметив, что в момент возникновения новой идеи график (рис. 3.2), как правило, более крутой, т. е. более эмоциональный, чем после ее первичного рассмотрения. Значит, первая реакция может существенно отличаться от второй по уровню эмоциональности. Именно в этот момент вероятно, что вы сделаете непродуманный шаг, поскольку у вас нет времени, чтобы проконтролировать собственные эмоции, и, как следствие, возможна избыточная реакция. Из этого наблюдения следует рекомендация: *не принимайте немедленных решений в критической ситуации.*

Можно предположить, что график остроты ощущений не является симметричным для исходных ситуаций в зависимости от того, положительные они или отрицательные. Инвестор, только что понесший большие потери, склонен рассматривать положительные перспективы как отдаленные, зато в благоприятное время он будет рассчитывать на продолжение полосы удач.

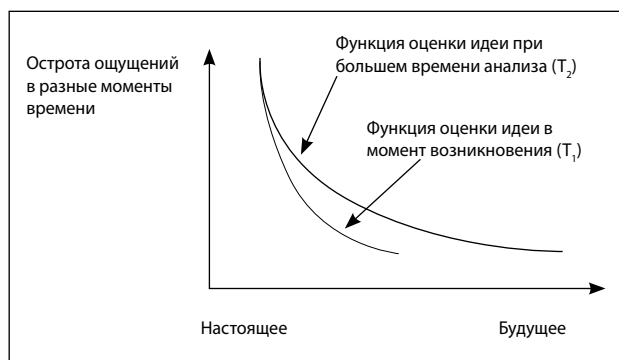


Рис. 3.2. **График остроты ощущений в момент возникновения идеи**

Таким образом, вы скорее примете слишком консервативное решение, когда исходная ситуация или настроение плохие, и слишком оптимистичное решение, когда исходная ситуация или настроение хорошие.

Представляется, что форма графика не является одинаковой для одного и того же человека в разные моменты жизни. Вспомните свою реакцию на события в юношеские годы и в более зрелом возрасте. Ведь в 15 лет вам и вправду казалось, что от решения той или иной проблемы зависит вся оставшаяся жизнь? Через несколько лет значимость подобных проблем уменьшалась, т. е. по мере приобретения вами опыта менялась форма графика.

Аналогично проходит процесс приобретения опыта и приспособления к новым ситуациям, например, похожая ситуация скорее всего повторится, когда вы начнете инвестировать.

Из рис. 3.2 также видно, что по мере приобретения опыта, во-первых, увеличивается временной горизонт, на протяжении которого мы готовы рассматривать проблему, а во-вторых, функция становится более пологой, т. е. наша реакция — менее эмоциональной.

Первое наблюдение можно проиллюстрировать популярными словами Скарлетт О’Хара, героини романа «Унесенные ветром»: «Я подумаю об этом завтра». Эта притча призывает не рассматривать текущую возможность как последнюю, а новую проблему — как критическую для жизни. Так не будем же относиться к неизбежным ошибкам как к трагическим и бесповоротным фактам!

Слова Скарлетт также напоминают о возможности коррекции собственных сиюминутных предпочтений, которые возникают, например, как следствие предрасположенности к действиям на основе недавней и яркой информации типа яркого репортажа об успехах компании. Введение самоограничений широко пропагандируется, но совсем непросто эту рекомендацию выполнить, поскольку наша «внутренняя полиция» тоже любит отдохнуть. Может быть, *визуально представив себе график, вы воздержитесь от излишнего оптимизма или пессимизма.*

Эти графики можно использовать, когда речь идет не только об эмоциях, но и о нашем отношении к собственному здоровью. Лет до 30 мы обращаемся с нашим телом как с бесконечным ресурсом и лишь потом начинаем понимать, что все полученные в молодости травмы — теперь уже навсегда. Это замечание касается и инвестиций: лучше дожить до седин без шрамов.

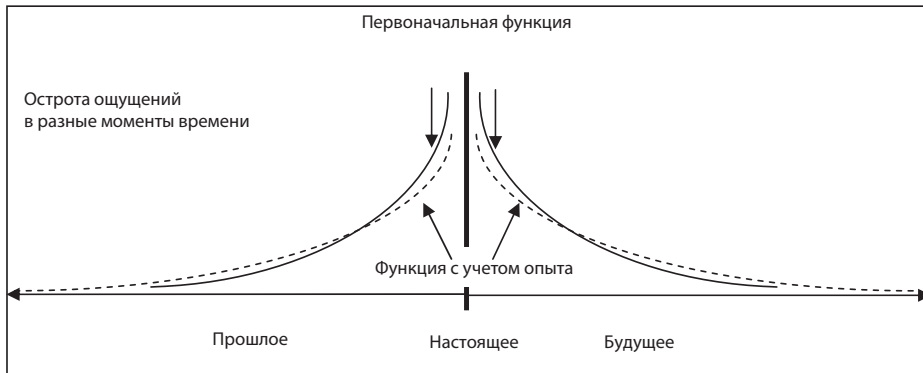


Рис. 3.3. График изменения остроты ощущений от ожиданий и воспоминаний по мере отдаления от текущего момента

Кстати, а что если подумать не только о настоящем, но и о будущем, а также о прошлом? Не согласитесь ли вы, что «график» эмоционального отклика на будущие события и их насыщенности может походить по форме на график нашего восприятия собственных воспоминаний, точнее, быть его зеркальным отражением?

Запомните, пожалуйста, этот график (рис. 3.3). Он вам очень пригодится, чтобы хоть как-то *контролировать эмоциональную реакцию на свои действия*. Если из данной книги вы почерпнете только эту идею, автор будет считать свою задачу выполненной.

Глава 4

ИСТОЧНИКИ ИДЕЙ

Мы тут вам позвонили,
Идейку обронили...
Мы вам не продаем,
У вас не покупаем,
А просто за чайком
Мыслишку обсуждаем.

Из наблюдений Рынка

О том, как приходят инвестиционные идеи

Идеи приходят самым необычным и неожиданным образом. Вот, например, в Англии в XVII в. казнили короля. Есть подозрение, что это событие имеет прямое отношение к физике. Дело в том, что за казнь Карла I, вполне возможно, наблюдал И. Ньютон, который был его современником. Падение головы короля в корзину (а не ее взлет в небо, который мог бы произойти в отсутствие земного притяжения) должно было произвести на любого человека гораздо большее впечатление, чем падение ему яблока на голову. Согласны?

Ньютон тоже был вполне нормальным человеком. Отсюда можно сделать вывод, что, возможно, открыть закон земной гравитации ему помогло не яблоко, как гласит легенда, а что-то другое. Но, может быть, он не видел казни короля, а только слышал о ней? Неважно, главное — новая идея появилась!

Источником идей могут быть и другие, более «живые» впечатления, например туристические поездки, удачные продукты, ожидание соседом по лестничной площадке неминуемого рыночного сверхдвижения (краха или взлета).

Как вы думаете, откуда придет та идея, которая принесет вам деньги? Совсем не обязательно, что она возникнет во время беседы с вашим поверенным — брокером. Иногда, например, вы сможете почерпнуть ее из газет. Правда, это будет случаться нечасто. Вы достаточно быстро обратите внимание, что в этом случае потеряете деньги, поскольку газеты пишут

о произошедших событиях, и прогнозы, как правило, делаются и исполняются до того, как о них узнает пишущая братия.

Кстати, обсуждая источники идей, давайте рассмотрим в этой главе близкую нам всем тему полезности профессиональных советчиков и качества информации.

Самый страшный подраздел в этой книге

Однажды провели эксперимент, участники которого должны были крутить колесо фортуны (наподобие рулетки) и после этого угадывать количество стран на африканском континенте. Оказалось, что те, кому выпали крупные цифры, как правило, считали, что в Африке больше стран, чем участники эксперимента, которым выпадали маленькие.

Спрашивается, какое отношение случайное число, выпавшее на рулетке, имеет к географии? Ответ — никакого, но тем не менее на сознание людей этот факт влияет.

Приведенный пример очень важен: *инвестор должен отделять события и чужие мнения от своего инвестиционного плана действий*. Если из этой книги вы почерпнете только эту идею, автор будет считать свою задачу выполненной. Нужно как бы образовывать изолированные «карманы»: здесь — мои вложения, а здесь — моя жизнь; здесь — одна акция, а здесь — другая. Из-за того, что одна падает, не следует, что нужно продавать другую. Из-за того, что вы попали в аварию, не нужно продавать ваш портфель облигаций. Словом, цифры, на которых остановилась рулетка, не имеют отношения к количеству стран в Африке!

Теперь представьте себе, как вы реагируете на все происходящее вокруг. Точнее, представьте себе вред, который причиняет вам излишнее чтение газет, переполненных самыми разными мнениями, — они ведь могут на воздействовать на ваше подсознание. Или представьте, насколько *пагубен лозунг «Лишняя информация не мешает»*.

Теперь, когда вы оценили опасность не только ненужных или неверных, а вообще любых советов, давайте вернемся к рассмотрению того, что все мы думали об информации и связанных с ней идеях до того, как узнали об эксперименте с рулеткой.

Советчики

Говорят, иногда слушаешь человека и чувствуешь, как обогащаешься (духовно). Может быть, такие взаимоотношения складываются между людьми, занятыми в каких-то других сферах деятельности, но в мире финансов это происходит очень редко. Хлопаньем ушами можно заработать деньги на арене цирка, но не на рынке.

Часто вам звонят со специальной целью — «привлечь на обслуживание». Внезапно появляется некто и ласковым, проникновенным голосом начинает о чем-то рассказывать, чтобы вызвать у вас воспоминания о молодости, или говорит о ваших несбывшихся желаниях, или даже о том, в чем вы, сами того не подозревая, очень нуждаетесь.

Как инвестор, вы очень интересны тем, кто нашел способ зарабатывать, даже не отвозя вас на поле чудес. Они берут ваши деньги «под управление», а с них снимают причитающиеся за управление комиссионные. В тот момент, когда эти люди вкладывают ваши деньги в рынок, — они уже заработали, потому что их комиссионные, как правило, никак не связаны с доходом, которые вы получаете на ваши инвестиции! Их взимают с объема вложений, а не с результата! А вам прибыли еще ждать и ждать.

Все, что необходимо этим людям, так это в нужный момент дать вам совет, куда вложить деньги. На что вам обращать внимание, когда вы выслушиваете подобных советчиков? Как правило, у них есть свои предрасположенности и причины, которых вы не знаете, и потому не всегда понимаете мотивы их советов.

Посмотрите на своих родителей. Скорее всего, все они — люди советской формации, и многое в их сознании определяется духом коллективизма, царившим в пионерских отрядах, на субботниках и т. д.

Процесс трансформации общества, который происходил в последние 20 лет, очень далеко увел нас от ситуации, в которой жили представители старшего поколения. Например, тогда были важны такие вещи, как доступ к продуктовым заказам или возможность повлиять на выделение профсоюзной путевки, а сейчас эти вопросы неактуальны, потому что в отпуск можно поехать куда угодно. А теперь попробуйте представить себе, что думают ваши родители о бизнесменах. Первая реакция — что это синоним барыги. Сравните их взгляды со своими. Надеюсь, вы найдете очень мало общего. И так во всем.

Казалось бы, при чем здесь родители, когда речь идет о советниках на финансовых рынках? Представьте себе брокера, который всю жизнь следовал какому-то принципу, имел любимые финансовые ситуации. Теперь он будет подстраивать вашу стратегию под свой опыт, хотя, возможно, ваши нужды очень отличаются от того, в чем разбирается брокер. А вы его слушаете!

Как вы думаете, есть много инвесторов, которые долго интервьюируют брокеров, чтобы выбрать стратегию, наиболее соответствующую их взглядам? Не много, потому что непонятно, как интервьюировать, да и у брокеров нет времени на праздные дискуссии. Поэтому единственное, что вы можете сделать, это отслеживать, как его рекомендации подтверждаются или опровергаются поведением рынка. Это позволит вам понять, как часто он оказывается прав, что конкретно его больше всего интересует на рынке и т. д.

Многие советчики и вовсе бесчестны, но при этом их способы завладеть вашими деньгами не стереотипны. Один случай особенно любопытен.

Финансовый консультант оказался очень остроумным. Он придумал такой ход: сделал несколько рассылок инвестиционных рекомендаций, причем в первый раз разослал тысячи писем, в половине которых прогнозировал, что конкретная акция вырастет, а в другой половине — что она упадет. Консультант записал, кому какую рекомендацию выслал.

Тем, кому в первый раз был послан правильный прогноз, он послал второй, опять разбив его на две части... а потом проделал то же самое в третий раз.

Таким образом, восьмая часть первоначальных получателей писем получила три правильных прогноза подряд. Для большинства людей этого достаточно, чтобы начинать следовать рекомендациям финансового консультанта. В этот момент он порекомендовал вложить деньги в акции своей (несуществующей) компании и, собрав небольшую сумму, исчез.

Мы отнюдь не утверждаем, что все брокеры и финансовые советники — бездари и жулики. Мы говорим о том, что некие предварительные ожидания могут изменить ваше отношение к предмету или услуге: если вы ждете, что в отпускной пакет входит трансферт, а его не окажется, вы будете себя считать обманутым.

Идя к врачу, вы надеетесь, что он очень ответственный и совестливый человек, поскольку понимает, что от его решения зависит ваша жизнь. Однако частенько оказывается, что врачи — обычные деляги. То же самое происходит и с советниками в финансах. Не рассчитывайте, что они будут думать о вашем благосостоянии. Не позволяйте им увлекать себя.

Итак, доверяя свои деньги профессионалу, не стоит баловать себя ожиданием, будто он понимает, что нужно лично вам, и осознает, что вы вкладываете не среднестатистические рублики, а свои (!) кровные. Более того, не завышайте свои ожидания насчет результатов. Предполагайте, что советник не примет лучшие решения, чем вы. На самом деле вы просто перекладываете на него ответственность.

Дилемма контроля

При том что в любой области советчики особого доверия не вызывают, не стоит постоянно их контролировать. Подумайте о коммунизме — это была идея добра, побежденная стремлением к микроконтролю. Контролировали абсолютно все: и то, что люди делали, и даже то, что думали сделать. Если и вы будете постоянно дергать вашего брокера, задавая ему вопросы, то он будет нервничать и перестанет чувствовать ответственность за свои советы. Не становитесь сложным клиентом.

Вы можете даже доверить брокеру последить за своим портфелем: мол, продай, если дело плохо. Но брокеры же — не инвесторы, они наблюдают за рынком, но не принимают инвестиционных решений, точно так же как медсестры не ставят диагнозы. Поэтому, как писал один известный автор, чем ниже будут цены ваших акций, тем более напряженно брокер будет за

ним следить. А если цены войдут в пикé, интенсивность их отслеживания брокером будет просто невероятная, только, скорее всего, решения он все равно не примет!

Так и получается: если вы твердо настаиваете на своем, то вы — диктатор, который должен сам управлять, вместо того чтобы хоть в какой-то мере пользоваться знаниями брокера, а если проявляете мягкость, то брокер чувствует, что вы не контролируете ситуацию. Вот такая дилемма.

Доверие к этикеткам тех, кто предлагает инвестиционные услуги, мало кому помогает

Все знают, что важность бренда трудно переоценить. Считается, что в некоторых выдающихся случаях раскрученность марки (например, Coca-Cola) составляет 80% успеха компании, но, как правило, эта цифра равна примерно 40%. Представляете? На компанию работают сотни тысяч человек, а ее основная ценность — этикетка, фантик. Напрашивается ли аналогия, что все инвесторы играют в фантики? И причем чем крупнее компания, тем он красивее?!

Но шутки в сторону! Перефразируя старую советскую песню, видимо, можно сказать: «Потому что без бренды и ни туды и ни сюды!» Поэтому на раскрутку брендов, т. е. на повышение узнаваемости оберток своей компании, тратятся огромные «маркетинговые бюджеты», которые составляют миллиарды долларов. Например, в пивоваренных компаниях это самая большая статья затрат. Вы думаете, что покупаете пиво?! Может быть, но платите вы в основном за фантик!

Более того, чем больше знаком вам сам продукт, тем более вероятно, что основным способом, выбранным компанией-производителем, чтобы дифференцировать себя от конкурентов, будет служить реклама. Ведь повышать цену в условиях, когда многие производители готовы продавать аналогичный продукт дешевле, можно только если вы убедили клиента, что чем-то лучше других. Помните рекламу пивоваренной компании «Тинькофф»? Вы пьете пиво и чувствуете себя так, словно плывете на той же самой яхте, по тому же самому морю... с теми же самыми девушками.

Переходя к инвестициям, стоит заметить, что принцип «без бренды и ни туды и ни сюды» трансформируется в установку «понты дороже денег». Не всегда удастся объяснить эту сложную взаимосвязь непрофессионалам, однако попробуем.

Допустим, обычную обезьяну заставили нажимать на кнопки биржевых пультов... Вы же раньше не смотрели на обитателей зоопарка с этой точки зрения?! А если вам объяснили, что эта обезьяна необычная, что она общается с потусторонними силами, и даже надели на нее золотой костюм? Согласитесь, она уже вызвала у вас большее доверие.

Теперь представим, что в рекламе инвестиционной компании о самой обезьяне ничего не говорится. Там написано, что деньгами управляет не-

ведомый примат. При этом саму обезьяну не показывают, а бренд рекламодателя — солидный. Солидность плюс тайна... Кто устоит перед таким соблазном? И люди понесут деньги как миленькие. Из этого нехитрого размышления напрамую следует, что понты и вправду дороже денег!

Еще раз напомним ранее описанный постулат: за свои деньги отвечаете вы. У вас уходит полжизни, чтобы скопить капиталец. Вы ходите на работу, вы трудитесь сверхурочно, порой получая за это лишь скудную похвалу руководства. Не отдавайте свои копеечки без должного анализа.

Информация или правда?

Когда что-то произошло и нужно принимать меры, ваш выбор, как правило, базируется на информации. Вы изучаете ситуацию, т. е. информацию. Однако многие забывают, что *далеко не всегда информация есть истина*, и излишне полагаются на процесс ее сбора.

В целом отношение автора к этой теме можно продемонстрировать на примере анализа батальных сцен из фильмов, когда предводитель или генерал выступает перед своими войсками накануне битвы. Попробуйте сами, выйдите в поле и покричите. Тишина и безветрие должны быть идеальными, чтобы вас было слышно за сто метров. Значит, предводителей слышала сравнительно небольшая группа войск, стоящих прямо перед ними. Тем не менее в фильмах показывают, как тысячи бойцов, заполонивших поля сражений, откликаются на речи своих лидеров.

То ли это вымысел, то ли в прежние времена люди лучше слышали, но именно тех, кто стоял в последних рядах, убивали в первую очередь, и потому их хороший слух не передался нам по наследству.

А ведь все выглядело так натурально! Но, наверное, картина все-таки приукрашена, хотя жаль разочаровываться: красиво-то как!.. В общем, дурят нашего брата!

Но все-таки люди предпочитают иметь больше информации. Всем кажется, что знание обладает определенной ценностью. Возможно, так оно и есть, но помните, что для принятия правильного решения обилие информации не поможет, потому что, чем ее больше, тем больше возникает противоречий (к этой теме мы вернемся позже).

Поэтому старайтесь научиться принимать решения, не обладая «полной информацией»: помните, что подсознательно *информация — это средство обретения комфорта*, а не принятия эффективных решений.

Если она вам все-таки нужна, позвоните брокерам. Они вас простимулируют ценной информацией о действиях «крупных инвесторов».

Первый слух может гласить, что Западный инвестор купил 10 единиц.

Второй звонок даст вам не менее «важную» информацию. Брокер будет доверительно шептать в трубку: «Восточный инвестор продал 10 единиц того же». Рынок останавливается, но брокер не унывает. Он звонит вам,

чтобы сообщить шокирующее известие, и возмущенным голосом сообщает, что оба инвестора ушли на обед и по возвращении сделают нечто зловещее.

Помните песню В. Высоцкого, в которой были такие слова: «Ходят слухи, будто все подорожает, абсолютно, а особенно — поваренная соль»? На рынке происходит то же самое, и брокеры зачастую бывают разносчиками подобных «ценных» сведений.

Кроме слухов на инвесторов обрушивается масса откровенно глупой информации. Однажды я был свидетелем того, насколько «качественная» информация выдается газетчикам. Моей коллеге госпоже А. позвонил корреспондент очень известного финансового издания и попросил прокомментировать, что произошло с курсом доллара за последние полчаса. Госпожа А. откровенно призналась, что на минуту выскочила по нужде и как раз в это время рынок упал, так что причина его падения ей непонятна.

Репортер так и написал в газете, что, по мнению госпожи А. из банка X, движение рынка было настолько стремительным, что она еле успела сходить по нужде. Журналист посчитал, что эта деталь делает его репортаж похожим на сводку с поля битвы и иллюстрирует насыщенный эмоциональный фон событий того дня.

Начальника, прочитавшего статью, эта «глубокая» мысль привела в ярость. Целый день обсуждалась идея о том, что всем трейдерам нужно установить под столами ночные горшки на случай срочной нужды.

Вот так «ответственно» и репортеры, и источники их информации комментируют рынок! В следующий раз, читая очередное «умное» объяснение, вспоминайте госпожу А., и у вас появится здоровый скепсис по поводу изложенного.

Кстати, идея про казнь короля и про Ньютона — тоже из разряда «оригинальных» трактовок, которые дают увлекающиеся интеллектуалы, несмотря на то, что их никоим образом нельзя подтвердить. Но именно такого типа мысли вам могут очень понравиться — и *навредить*: слишком много *известных фактов, поданных в новой обертке*, вызывают доверие, но по сути это полная чушь.

Пример буквально из той же серии: «Если китайцы потолстеют на сантиметр, то производство хлопка в мире за ними не угонится и цены на него резко возрастут». Эту идею мы упомянем еще раз, обсуждая «механизм ценообразования» на рынках сырья. Такого рода идеи, наполненные наполовину правдой, а наполовину лжефактами, появляются часто. Не верите? Возьмите почти любой из известных вам фактов и проверьте его по Интернету. Удивительно, в какой степени он оказывается не «фактом», а чьей-то трактовкой. Вы не замечали один любопытный феномен: *мы обнаруживаем, что пресса или советники ошибаются, если разбираемся в обсуждаемом вопросе, но прислушиваемся к чужому мнению, если ничего не знаем по данным темам!* Послушайте, что говорят о России в западной прессе, и вас удивит тенденциозность, граничащая с искажением

правды. Но ведь, слушая репортажи о других странах, вы будете склонны им верить!

Вышесказанное — частные случаи одной общей тревожной проблемы: значительное число наших взглядов и ценностей навязывается нам извне в практически не контролируемом нами режиме. Они, как *компьютерный вирус*, приходят к нам в обход критических фильтров, незаметно поселяются в нашем сознании и руководят нами. На базе проданных нам кем-то идей (например, религиозных и социальных) мы строим отношение к жизни и всевозможным ее проявлениям, включая отношение к собственным инвестициям.

Аргентинская история о потерпевших

Рассказ о том, сколько заплатил за отпуск ваш сосед или по какой цене продается рекламируемая машина, влияет на ваше решение о том, какую цену вы заплатите за эти удовольствия. Вообще, информация частенько «калибрует» ваше решение, так сказать, готовит его.

...Семейная пара плыла себе премиленько на кораблике. Ночью налетела буря, корабль начал тонуть, но супруги по счастливой случайности оказались выброшенными на сушу. Утром огляделись. Людей вроде не было. Пошли их искать. Целый день ходили, пока вдруг из-за кустов на них не выскочило какое-то бородатое существо.

Как оказалось, это был человек, и звали его Педро. Он поведал супругам, что они попали на необитаемый остров, на котором он провел уже 20 лет. «Что же вы здесь все время делаете?» — в ужасе спросили вновь прибывшие. «Да так, когда рыбу ловлю, а когда высматриваю проплывающие вдали корабли».

На следующее утро Педро разбудил супружескую чету на рассвете и сказал, что сегодня он им покажет, как высматривать корабли. Они вкарабкались на какую-то прибрежную скалу и оказались у подножия высокой пальмы. Педро объяснил, что с ее вершины лучше всего видны корабли, и начал карабкаться на нее.

Жене и мужу делать было нечего, и они уселись под пальмой. Через несколько минут Педро свесился вниз и закричал им: «Эй, вы там... ведите себя прилично! Не обнимайтесь!» Муж и жена переглянулись и подумали: вроде, они и так сидят порознь, наверное, бедолага за годы одиночества тронулся, вот ему и мерещится.

Как ни странно, минут через 20 Педро опять свесился с пальмы и прокричал: «Просил же вас... не обнимайтесь!» В течение дня он повторял свои крики еще несколько раз, хотя супруги сидели все это время порознь.

На следующий день пришло время наблюдать за прибрежными водами мужу. Трое островитян опять пришли к той же пальме. Мужчина вскарабкался на пальму, долго вглядывался в океан, а потом свесился, чтобы посмотреть, что там делают двое других, и с удивлением подумал: «А ведь отсюда и вправду кажется, что внизу обнимаются!»

Мораль этой истории такова: если вам будут часто повторять полную чушь, вы в конце концов наверняка в нее поверите или вам будет стоить больших усилий отсечь от себя эту информацию. В сознание людей внедряются всякого рода сенсации, а они... сами того не зная, учитывают их. Вспомните пример, когда число, на котором останавливалась рулетка, влияло на оценку количества стран Африки.

История и прогнозы

Наиболее ценными непрофессионалам кажутся аналитические отчеты, особенно если они содержат много деталей. Наверное, для многих из нас станет откровением, что детали извращают правду о прошлом и искажают прогнозы на будущее, но этот вывод подтверждается экспериментально.

Помните график на рис. 3.3? Он, кроме всего прочего, говорит о том, что по мере отдаления времени от текущего момента меняется наше эмоциональное восприятие событий. То, что кажется важным сегодня, могло еще не быть важным вчера и может не быть важным завтра.

По мере изменения отношения к факторам одни выпячивают и раздувают их значение, а другие его занижают. Чем больше деталей, тем больше искажений. Это как в королевстве кривых зеркал, где каждая деталь искажается по-своему, но картина в целом становится слабоузнаваемой. Поэтому не старайтесь на начальной стадии получить детальный анализ чего-то: без опыта вам будет сложно оценить его ценность. Он может вас только запутать. Более того, чем интереснее будет анализ, тем сильнее он будет стимулировать ваше воображение и тем бóльший вред вам нанесет.

Глава 5

ИНВЕСТИЦИОННОЕ МЫШЛЕНИЕ

Сказки рынка не многим отличаются от детских сказок. Первый общий закон: «Не пей что попало — козленочком станешь».
Из наблюдений автора

Отвращение к потерям — самый главный враг начинающего инвестора

Предположим, вас поставили перед выбором точно получить 100 рублей, или с вероятностью 50 на 50 выиграть 200 рублей, или не получить вообще ничего. Каков бы был ваш выбор? Почти все отвечают, что предпочли бы наверняка получить 100 рублей. А вы? Только честно!

Теперь предположим, что вы должны выбрать между вариантами: точно проиграть 100 рублей, или с вероятностью 50 на 50 отыграть потерю, или потерять 200 рублей. Каков был бы ваш выбор? Почти все отвечают, что предпочли бы ничего не терять, чем наверняка проиграть 100 рублей. Вы бы ответили не так? Значит, вы гений!

Склонность не терять настолько превалирует в нашем сознании, что ее прозвали «отвращением к потерям». Она — самый главный враг начинающего инвестора. Почему? Потому что, как заметили практики, начинающие теряют, поскольку не выходят из убыточных позиций. Это очень просто: потери вызывают у людей отвращение. Иногда лучше умереть, чем дать вырезать большой участок тела.

Вы увидите, что, когда рынок падает, очень сложно ликвидировать убыточные позиции.

Изучение поведения 30 акций, котировавшихся на NYSE и AMEX в период 1981–1985 гг., подтвердило, что в момент роста котировок объем торговли был выше нормального, в то время как в моменты их падения он уменьшался. Иначе говоря, когда была прибыль, люди предпочитали

ее фиксировать, зато убытки не признавали, о чем и говорит эксперимент, с которого мы начали параграф.

Другое исследование показало, что в период с 1964 по 1970 г. доходность акций, находившихся в изученных портфелях на протяжении одного–шести месяцев, составляла от 4,5 до 7,8%. В то же время доходность акций, находившихся в портфеле меньше месяца, составляла 45%. Получается, что акции, которые оставались в портфеле, скорее всего, сначала падали, а затем инвесторы, дождавшись возврата рынка, продавали их. В то же время удачно купленные и проданные раньше времени акции продолжали расти.

Проблема оказалась настолько свойственной человеческой психике, что даже когда участникам исследования заранее сообщали позитивные прогнозы на акции, рассматриваемые в эксперименте, они продавали «победителей» на 50% чаще, чем «проигравших». Иначе говоря, инстинкт отвращения к потерям у людей превалирует над знаниями.

Помните об этом эксперименте и о вашей гениальности, когда попадете в боевые условия: лучше вовремя фиксировать небольшие убытки, чем разом все терять.

Принятие решений

Однажды к раввину явился расстроенный прихожанин. «Рабби, помоги решить проблему! У меня два гуся, черный и белый, а я хожу голодный! Что делать?! Все извилины перекрутил!» «Уважаемый Ицхак, а не думали ли вы съесть белого гуся?» — вкрадчиво спросил раввин. «Нельзя, — грустно сказал Ицхак, — черный очень расстроится».

«Ну а если съесть черного?» — задал вопрос раввин. «Нельзя, — глухо ответил Ицхак, — белый будет скучать».

«Ну а если съесть обоих?» — раздражаясь, спросил раввин. «Нельзя, я буду скучать!» — в отчаянии воскликнул Ицхак.

Раввин на минуту задумался. «Уважаемый, я ничего придумать на могу. Проблема явно требует иного подхода. Через дорогу — церковь. Тамошний поп отец Федор — очень мудрый человек. Спросите его».

На следующий день Ицхак явился к отцу Федору, рассказал о почтении, с которым относится к нему раввин, и объяснил свою проблему. «А что если нарезать черного гуся?» — басовито спросил отец Федор. «Нельзя, — глухо сказал Ицхак, — белый будет скучать».

«Ну а если белого?!» «Нельзя, черный будет...»

Отец Федор грозно посмотрел на Ицхака и изрек: «Ну и ХРЕН с ним!»

Вы еще увидите, что эта мудрость будет приходить вам в голову каждый раз, когда вы будете думать над тем, какую из двух акций купить или продать.

Гораздо хуже, если вы утром захотите купить какую-то акцию, а днем — продать ее. Причем ваша убежденность в обоих случаях будет безгранич-

ной, а потому и ощущение — как у спортсмена как перед стартом: «Очень хочется бежать».

И в том и в другом случае решение принимать очень сложно. Вроде нужно покупать, но страшно. Еще страшнее, когда хотят продать на растущем рынке. Продавать на самом деле почти всегда сложнее. Никто не знает почему, но это так. Вы покупаете акцию, и она должна вырасти в цене. За ней стоят станки, прилавки, умные управляющие. Покупая, вы становитесь немножечко собственником всего этого богатства.

А что вы продаете? Цену на акцию? Необоснованный восторг инвесторов? Иначе говоря, покупаете что-то реальное, а продаете вроде бы что-то абстрактное. А это трудно объяснить даже себе, поэтому решение продать акцию, которой у вас нет (или одолжить ее у брокера и продать), на сленге называется «зашорить», и дается оно всем отнюдь не легко. Даже профессионалам.

Решение ничего не делать тоже вроде томит душу. «Все покупают, продают. Я тоже эти газеты читал и мог бы продать выше, а купить — ниже. А вместо этого курю бамбук». «Когда все растет, мне страшно купить, когда все падает, мне тоже страшно купить. Если я в магазине ничего не покупаю, то ничего и не теряю. А если покупаю на рынке акций, то теряю. И все из-за моей дурацкой нерешительности». Примерно так рассуждают молодые инвесторы.

Нерешительным людям так же сложно помочь, как и решительным. Тем, кто боится, так же сложно помочь, как тем, кто излишне жаден. Страх — вообще опасное чувство и когда вы входите в позицию, и когда из нее нужно срочно выходить, поскольку она теряет деньги.

Страх... Однажды группа туристов решила пойти в тайгу. Их сопровождал Петрович — неулыбчивый местный худой мужик со шрамом через правую щеку. Шли они, шли, пока город не скрылся из виду и не начался глухой лес.

Туристы смотрят по сторонам — одни непроходимые заросли. Непривычная тишина. В общем, всем стало как-то не по себе. «Петрович, а медведи тут водятся?» — раздался боязливый голос одного из экскурсантов, который взял в этот поход всю свою семью. «Водятся», — отрывисто ответил Петрович. Все переглянулись. Идут дальше. «Петрович, а что делать, если на нас медведь нападет?» — стараясь, чтобы его голос звучал уверенно, спросил интеллигент в дорожной куртке.

«Главное — не... не... не бояться», — почему-то заикаясь, но твердым голосом ответил Петрович. «Увидите медведя, сразу ему морду эксcrementами измажьте», — объяснил он простой секрет выживания. Туристы опять переглянулись. «А где же мы эти... эксcrementы-то найдем?» — уточнил турист, больше похожий на госслужащего. «Увидите медведя, — с нарочитой паузой ответил Петрович, — эксcrementы найдутся... Главное, как я сказал, — не бояться».

Пожалуйста, не «замораживайтесь», когда рынок к вам немилосерден. Кризисы проходят, но если во время них вы не «защищаете» свою пози-

цию, рынок вернется, а вы — нет. Оставайтесь рациональными. Как поется в известной песне, «...никогда и нигде не унывай!». Если же у вас это не получается, то пробуйте использовать другой лозунг: «Если чего-то нельзя избежать, то на этом нужно заработать».

Мыслите об инвестициях просто

Однажды опытный трейдер объяснял начинающему, почему нужно меньше думать и меньше делиться своими мыслями о рынке. Оказалось, что ему тоже в свое время хотелось все знать, понимать и даже предсказывать поведение рынков на основе собственных осознанных и высокопрофессиональных прогнозов. Все получалось. Честно говоря, не всегда, но получалось.

Сделаем лирическое отступление. Представляете себе ощущение прогнозиста (так мы иронично прозовем наших всевидящих героев), когда его предсказание сбывается?! Восторг! Можно ходить и всем рассказывать. Можно даже в деревню теще позвонить, потому что есть чем похвалиться. Кругом — уважуха!

Все это здорово, только вот на прогнозах очень сложно зарабатывать. Как оказалось, вся проблема в том, что заранее непонятно, какие из них правильные, а какие — нет!

Неправильные же предсказания в голове «прогнозистов» не откладываются, потому что, как правило, запомнившийся прогноз — это сбывшийся, т.е. правильный, прогноз. Поэтому, послушав «прогнозистов», приходишь к выводу, что все они наделены сверхъестественными способностями предсказывать будущее. А как еще объяснить апломб, с которым они перечисляют свои сбывшиеся прогнозы?

Все прогнозисты быстро выучивают трюк: если прогноз сбылся, то об этом нужно всех оповещать, а если нет — вести себя так, словно ты его и не делал. В результате получится, что ты всегда прав.

Если прогнозист становится биржевым аналитиком, то ему за эту «дребедень» (простите, тяжелую работу!) платят деньги. А если — трейдером, то он из-за своих плохих прогнозов все-таки теряет деньги, поэтому долго рассказывает товарищам, как он вот в этом случае был прав, а вот это недорассчитал, но все равно удалось потерять меньше, поскольку в целом идея была неплохая. Поскольку трейдеры занимаются краткосрочными инвестициями, они часто меняют свою позицию. А раз так, то и завлекательных историй на тему «Каким правильным оказался мой прогноз, хотя я и потерял» у них оказывается немало.

Поэтому опытный трейдер, о котором говорилось в начале этого раздела, однажды зевнул после пересказа очередного эпизода сериала о неудачных боевых действиях и сказал начинающему: «С завтрашнего дня не рассказывай мне о своих доводах. Если купил, то так говори: *“Покупаю потому,*

что ожидаю, что будет дороже». А если продал, то — «потому, что ожидаю, что будет дешевле»».

Надо сказать, что примитивизм этого высказывания глубоко оскорбил меня, т. е., извините, нашего героя — юного трейдера-прогнозиста. Согласитесь, он же не какой-то там неандерталец, чтобы так примитивно мыслить. «Надо же, угораздило меня работать у такого одноколейного шмока», — подумал он.

Однако наутро начинающий прогнозист проснулся другим человеком. Он понял, что с подходом, о котором ему говорил опытный трейдер, проще работать. На рынке слишком много факторов, и все их невозможно уложить в удобную теорию. Приходится полагаться на интуицию, т. е. на голос, который тебе говорит: «Будет дороже» или «Будет дешевле».

Тут еще он как раз встретился с американским профессором, который поделился с ним своими наблюдениями о восточноевропейцах. «Видите ли, батюшка, — вежливо сказал тот после пары литров пива, — народы, населяющие Восточную Европу, очень полагаются на свои знания и совсем игнорируют свою интуицию».

Вывод из этой истории простой: думать не надо. Тут подходит рекомендация, которую дамы дают своим провинившимся кавалерам: «Нужно чувствовать меня (рынок) сердцем».

Этот вывод можно сформулировать и по-другому: *сложные размышления ничуть не лучше упрощений, потому что в первом случае мы всегда все равно что-то упускаем*. Если в целом есть впечатление, что рынок изберет данное направление, пожалуйста, не мучайте себя перепроверками. В большинстве случаев это не поможет. *Действуйте. Только не забывайте сначала определить максимальные потери, на которые вы готовы идти, если окажется неправы*.

Гибкость — это важно

Неправы бывают все, даже вы. Мы делаем большие ошибки из-за того, что отказываемся признаваться в собственной неправоте даже себе. Но это не наша вина: такое качество заложено в нас природой. Больше того, не только в нас. Оно свойственно и другим приматам, нашим дальним, но все же родственникам, о которых, слава богу, не спрашивают в анкетах на шенгенскую визу.

Так вот, оказалось, что обезьяны, как и четырехлетние дети, в основном свои решения не пересматривают. Например, провели такой эксперимент: дали и тем и другим конфетки M&M. Сначала нужно было выбрать между красной и синей. Если они выбирали красную, то во время второго теста им давали синюю и зеленую. Оказывается, и дети, и обезьяны выбирали зеленую, поскольку синюю они один раз уже отвергли и, следовательно, выбрать ее во второй раз означало бы признать свою неправоту.

Вот такое нехорошее у нас и обезьян общее наследие, которое мешает нам зарабатывать, потому что рынки-то требуют своевременного изменения мышления, а наша натура трактует любое изменение как признание своей ошибки и отказывается признавать его необходимость без сознательного контроля над собой.

Возможно, вас вдохновит на подобные действия история академика С. Струмилина. Когда в 1926 г. он объяснял в Совнархозе принципы пятилетнего планирования, из аудитории прозвучал вопрос: «Товарищ академик, так все-таки вы стоите за высокие темпы роста экономики или за низкие?» «Я буду лучше стоять за высокие, чем сидеть за низкие», — невозмутимо ответил академик. Мораль: ваша цель — выжить, а не доказать самому себе собственную правоту.

Настроение инвестора и окружающая природная среда

Как это ни странно, на наше настроение влияют не только под люди, но и природные явления. Если говорить абстрактно, то организм любого человека состоит из жидкости и электролитов. Поэтому, как и все живое, люди должны реагировать на всевозможные природные изменения магнитных полей, которые способны воздействовать на жидкость и электролиты.

Один из подобных примеров — природные циклы, например лунные, которые, как известно, обладают такой мощью, что определяют земной цикл океанских отливов и приливов. Они должны реально на нас влиять. Это предположение вовсе не кажется необоснованным, оно действительно было подтверждено многими исследованиями. Одно из них проводилось на базе данных финансовых рынков. Оказалось, что они не растут в периоды магнитных бурь, которые, похоже, вызывают у инвесторов некоторую депрессию. А другое исследование констатировало тенденцию к падению рынков в дни полнолуния. Причем оно проводилось на основе статистических данных, отражающих положение на рынках 48 стран.

Конечно, даже если природа в такой степени влияет на наше настроение, то наши собственные мышление и восприятие играют в этом отношении гораздо более существенную роль.

В общем, вышел на улицу... солнечно? Нужно что-нибудь купить!

Смешные заблуждения

Коррупция разрушает экономику

Представляете себя в роли Ильи Муромца?! Каждый день, в шлеме и латах, с палицей в руке, вы стоите на холме, зорким взглядом осматривая земли российские. Да что там! — весь мир у вас как на ладони. Кому как не былинному богатырю следить за моралью и нравственностью! Что творится

на белом свете? Так-так, здесь опять что-то сперли, а там снова провернули какую-то аферу... Удивляется ваша душа и новым возможностям, открывающимся перед ворами и коррупционерами. Вот, например, видите вы, как в Азии строят большой завод по производству компьютерных чипов. Котлован — с полгорода. Выделенные деньги почти погребены под тоннами вырытой земли. Еще одно усилие — и они уже скрылись под холмом. Строители просто мо-лод-цы! Денег уже никто не найдет. В котловане сделают искусственный водоем, а на берегу водрузят неприметную доску, увековечивающую память об инвесторах!

...Граждане России очень возмущены размахом коррупции и воровства в стране. Правда, иногда их возмущение переходит в гордость: только у нас такой бардак! Ан нет, выходит, он есть везде, только проявляется по-разному. Правильно говорят мудрецы: «Не вор рождает дыру, а дыра рождает вора». Так что и другие развивающиеся страны разворовываются ничуть не меньше, и россияне не достигли каких-то особых успехов в этом соревновании.

Коррупция ведет к очень странным последствиям. С одной стороны, она открывает доступ к роскоши тем, для кого такое богатство всегда было лишь недостижимой мечтой, а с другой — ведет к появлению у многих людей недекларированных доходов, которые нужно где-то разместить. Частенько эти деньги вкладывают в недвижимость. Рост дороговизны квартир — одно из последствий наличия крупных финансовых средств, скопившихся у чиновников.

Самураи понимали проблемы, связанные с коррупцией. Они говорили, что преступник убивает одного человека, но не рушит систему, а коррупционер никого не убивает, но уничтожает у многих людей веру в систему. Понимать-то они понимали, но слишком часто делали себе харакири, а потому и вымерли, как и Муму, причем, заметьте, без всякого толку для антикоррупционной кампании! Поэтому, к сожалению, этот враг государства продолжает жить, и не только в Японии.

Мы местные, мы знаем

Пессимизм в отношении своей страны — тоже не чисто российская черта. Вообще жители стран, где есть проблемы, — самые большие пессимисты. Поговорили бы вы с американцами в начале 90-х или с немцами в середине 90-х. Никто из них не верил, что их страны восстановятся. Консультанты объясняли народу, почему все будет еще хуже, а местные газеты словно приветствовали каждое плохое событие кричащими заголовками.

Как ни странно, к единственной категории людей, которых не смущают такие публичные пиршества во время чумы, относятся международные инвесторы. Им не привыкать к упадническим сценариям развития событий. Они наблюдали несколько циклов падений и роста экономики во многих странах и из своего опыта знают, как это происходит.

Звучит парадоксально, но частенько складывается впечатление, что международные инвесторы лучше, чем местные, знают положение дел в той или иной стране. Такое впечатление не совсем обманчиво. Дело в том, что именно к иностранцам местные корпорации обращаются за финансированием, а местные банки и фирмы делятся с ними интимными подробностями некоторых операций. Конечно, они были бы готовы рассказать об этом и местным инвесторам, но зато лондонские и нью-йоркские фонды, хотя с ними и непросто договориться, могут сразу вложить в сделку до \$100 млн. Российские, бразильские или турецкие фонды такими ресурсами не располагают, а потому к ним и не обращаются за помощью. Так и получается, что иностранцы частенько лучше знают, что делается в развивающихся странах, чем местные инвесторы, не говоря уже о населении.

Роль везения в инвестициях

Еще раз об удаче. Вы не замечали, что *неудачники, как правило, пафосно рассказывают длинные истории, а победители, застенчиво улыбаясь, говорят, что им просто повезло?* А слышали поговорку о том, что смелый умирает один раз, а трус — тоже, но при этом успевает всем надоесть своими рассказами о мнимой опасности?

Герой одной из самых популярных книг в области финансовой литературы — «Воспоминания биржевого спекулянта» Э. Лефевра — был исключительно везучим: он принимал неправильные решения, но ему неоднократно везло. Однажды он занял огромную короткую позицию¹, т. е. занял и продал американские акции, а рынок акций вырос. Спекулянт был буквально на грани банкротства, но в Калифорнии произошло ужасное землетрясение, и рынок рухнул. Так силы природы спасли его убыточную позицию.

Такое бывает частенько: вроде, все перепутал, а получилось даже лучше. Однажды один раввин хотел было лечь спать, но тут раздался стук в дверь. Зашел прихожанин и прямо с порога взмолился: «Рабби, одолжите деньги на богоугодное дело!» Рабби устало ответил: «Не могу, много вас таких. Но могу подсказать, что, если ты купишь лотерейный билет с номером 58, я за тебя помолюсь, и ты выиграешь». На том и расстались.

Через месяц приходит этот прихожанин в синагогу и приносит пожертвование. Раввин очень удивился и спросил, откуда у того появилось столько денег. «Рабби, да как же! Я же благодаря вашему совету в лотерею выиграл!» Потом посетитель замялся и вежливо поинтересовался: «А как вам удалось угадать

¹ Покупка актива называется «игрой в длинную», или «игрой на повышение». Продажа на рынке актива, которым вы не владеете, называется «игрой в короткую», или «игрой на понижение». Как можно продать то, чем не владеешь? Вы можете занять не только деньги, но и акции или облигации. Занятое вы можете продать. Если срок займа подойдет к концу, вам нужно будет выкупить проданное обратно и, как и в случае займа денег, вернуть занятые акции их владельцу. При этом вы надеетесь, что откупите занятое на рынке дешевле уровня продажи, получив прибыль «на короткой позиции».

номер?» «Очень просто, — ответил раввин, — вы пришли ко мне седьмого числа в восемь часов. Я умножил семь на восемь, вот и получилось 58!»

Везение очень помогает. Так что, каким ни был ваш знак Зодиака, если вы стоите на улице и вас сбивает давшим задний ход троллейбусом... в этот день не вкладывайте деньги!

Вот если вы стоите на рельсах и вас объезжает трамвай... тут же звоните брокеру и что-нибудь или продайте или купите. Неважно, что делать, главное — в этот день вы заработаете.

Но в конечном итоге в долгосрочной перспективе на одном везении далеко не уедешь. Приходится думать и взвешивать, потому что, как сказал Л. Пастер, «случай благоприятствует лишь подготовленным».

Почему так сложно предсказывать

...Советский человек, вступающий в ряды КПСС, стоит перед членами приемной комиссии. Один из них, умудренный опытом ветеран, спрашивает кандидата, что он думает об очевидных проблемах советской внешней политики. Тот не задумываясь отвечает, что согласен с точкой зрения, высказанной в редакционной статье газеты «Правда».

Въедливая седая аппаратчица, глядя прямо в глаза кандидату, задает второй вопрос: «А каково ваше мнение о проблемах сельского хозяйства?». Он спокойно отвечает, что в целом согласен с выводами, сделанными газетой «Известия».

«Ну а свою точку зрения вы на эти вопросы имеете?» — задает последний вопрос молодой активист.

«Да, — задумчиво отвечает кандидат, — но я с ней не согласен».

Почти так же профессор Р. Дорнбуш, соавтор популярного в американских бизнес-школах учебника по макроэкономике, как-то объяснил сложность предсказания валютных курсов: «Для того чтобы понять, почему форвардный курс¹ на самом деле не предсказывает будущую ставку валютного курса, следует обратить внимание на неожиданные изменения в макроэкономической обстановке». Иначе говоря, для того чтобы прогноз оказался верным, автор должен правильно предсказать сегодня неожиданные события, которые произойдут за время его действия. Иначе он со своим прогнозом тоже не согласен.

Ну вот, опять мы усомнились в способности «прогнозистов»-аналитиков сделать правильный прогноз, точнее, такой прогноз, который они считают «правильным» в течение ближайших десяти минут. Почему даже профессионалам так сложно делать предсказания? И почему, как гласит расхожая шутка, они предсказали семь последних кризисов из пяти? Потому что на пути эффективного прогнозирования стоят по крайней мере четыре серьезные преграды.

¹ Форвардный курс, по утверждению экономистов, является устойчивой оценкой цены валюты в будущем.

Фактор менеджмента

Первая преграда — это индивидуальное поведение ключевых персоналий, или качество менеджмента. Нобелевский лауреат Д. Стиглиц отмечал, что финансовая теория исходит из предположений о полной доступности информации и *рациональном процессе принятия* решений. О них мы упоминали, обсуждая теорию эффективного рынка.

Стиглиц считал, что на практике оба этих предположения не подтверждаются. Простая иллюстрация: объявление о смене высшего менеджмента может повысить капитализацию компаний на миллиарды! Но реально ли предсказать «роль личности» в количественном измерении? Этот вопрос актуален, ведь отчеты компаний начинаются со слов «сильная команда менеджмента» или «изменения в менеджменте» и т. д.

Примером важности личностного фактора может служить поведение российских эмитентов во время кризиса 1998 г. Например, состояние бюджета Москвы, как и Нижнего Новгорода, в то время было незавидным, поэтому денег на погашение ранее выпущенных облигаций не хватало. Однако Москва погасила облигации, а Нижний выплаты задержал. Мэр Нижнего Новгорода решил, что поддержка населения на выборах будет выше, если он своевременно выплатит зарплаты, поступившись при этом финансовой репутацией региона. А мэр Москвы, тоже на пороге выборов, нашел решение социальных проблем без ухудшения репутации города.

Известный американский управляющий хедж-фондами В. Нидерхоффер и его коллега Л. Кеннер выделяют несколько качественных индикаторов, предсказывающих ухудшение качества менеджмента. Первым они назвали высокомерие и хвастовство. Доходность акций 11 компаний, использовавших фразы «Мы — лучшие» или «Мы — номер один», в среднем была на 24% ниже рыночной с момента появления этих утверждений и до конца 2001 г. В то же время доходность 10 компаний, сочетавших слово «топ-менеджер» с словами «практичный» и «скромный», была на 40% выше доходности S&P 500 за тот же период. Хотя обе выборки не являются статистически представительными, они, по-видимому, отражают суть проблемы. Дж. Коллинз на основании подобного исследования сделал вывод, что есть прямая зависимость между отсутствием знаменитостей в менеджменте (менеджеров с «раскрученными» именами) и превращением компаний из хороших в отличные.

Вторым индикатором В. Нидерхоффер и Л. Кеннер назвали наличие «самого высокого» небоскреба. На основе изучения результатов компаний-владельцев 100 самых высоких небоскребов в мире был сделан вывод, что в течение одного, двух и трех лет после строительства высотки результаты компаний были соответственно на 9, 19 и 22% ниже, чем индекс Доу-Джонса.

Третьим тревожным показателем является фотография топ-менеджера на обложке журналов. Оказалось, что уже через месяц после публикации фотографий менеджеров на обложках журналов *Business Week* и *Forbes* результаты возглавляемых ими компаний были на 5% ниже рынка.

Четвертый показатель — стадионы, названные в честь корпораций. Уже в год переименования стадиона в честь компании-спонсора ее результаты резко ухудшаются, а многие корпорации в скором времени оказываются банкротами.

Пятый показатель — активное приобретение других компаний. Исторически акции большинства покупателей показывают значительно худшие результаты, чем S&P 100.

В. Нидерхоффер и Л. Кеннер выделили и другие потенциальные сигналы, свидетельствующие о необходимости менять менеджмент: приобретение полей для гольфа, сексуальные скандалы, присутствие лордов в советах директоров.

Все эти примеры в значительной мере демонстрируют, насколько важны даже незначительные действия менеджмента для успешной динамики цен на акции компаний.

Изменение эталонов успеха

Вторая преграда — это изменение эталонов успеха. Рынок — инвестиционное сообщество, которое на разных этапах поощряет определенные показатели (например, динамику резервов ЦБ РФ или уровень безработицы в США). Когда «ценности рынка» становятся ясными менеджменту и акционерам, они начинают подыгрывать рынку с целью повышения стоимости компаний. Одни делают это честно, а другие используют свое понимание рынка для подтасовывания фактов. Это было заметно в США во время технологического бума пять лет назад, когда компании подстраивали свои объявления под ожидаемые рынком. То же самое начало происходить и в России, где ряд компаний предпринимает меры для улучшения экономических показателей, в то время как другие «ускоряют» рынок, завышая стоимость компаний. Появляется самореализуемый прогноз: мы знаем, чего от нас хотят, и делаем то, за что рынок ответит нам ростом капитализации.

Попытки следовать за «модой» всегда обходятся очень дорого, а иногда это и вовсе невозможно. Например, в конце 1990-х гг. банк, не вкладывающий огромные средства в реализацию электронного бизнеса, считался неперспективным. Но уже через два года все те, кто продолжал начатые тогда программы, считались безответственными. Иначе говоря, за два года сменились фундаментальные приоритеты, которые рынок ставил перед менеджментом, хотя возможность переориентации компаний на новые ценности в столь короткие сроки весьма проблематична.

Инерция рынка

Третья преграда — это инерция рынка. Дж. Сорос предложил свое объяснение поведения рынка. Он основывает его на циклах, которые называет «бум-крах». Для простоты изложения сократим цикл, предложенный им, до трехфазового. В начале цикла появляется новая информация, которая

противоречит общему настрою рынка. Она не признается сразу, и лишь немногие на свой страх и риск готовы учитывать ее в инвестициях.

На второй стадии в игру включаются все инвесторы. Почему на этой? Потому что без подтверждения информации сложно понять, какое из начинаний рынка является истинным. Поэтому приходится пользоваться советом биржевого гения своего времени Л. Ротшильда. Еще в XIX в., по его признанию, он зарабатывал деньги благодаря тому, что не пытался угадать начало и конец трендов, т. е. действовал на основе лишь подтвержденных тенденций.

Когда появляется тенденция, следует помнить одно наблюдение Дж. Сороса. Он обращает внимание на важность обратной связи между событиями и их оценкой рынком. Упрощенно это можно свести к формуле: «Пока рынок растет, все верят в его рост, и прогнозы становятся повышательными, и наоборот». Так и начинается инерция!

Наконец, несмотря на все позитивные прогнозы, наступает последняя стадия, когда в тенденцию еще продолжают верить, в то время как все факторы, на которых она была основана, перестают существовать. Эта инерционная стадия часто затягивается и заканчивается резким разворотом тенденции, который ознаменует ее окончание.

Таким образом, инерция захватывает рынок где-то к половине тенденции и может продолжать господствовать над ним еще долго после того, как причины, ее побудившие, становятся известными.

Изменение исторической парадигмы

Наконец, четвертый фактор — это изменение исторической парадигмы. Оно происходит раз в 15–20 лет и выражается в существенном изменении психологии рынка, критериев оценок и экономико-политической среды. На сегодняшний день мы можем выделить ряд тенденций, под влиянием которых последующие 10–15 лет будут значительно отличаться от предыдущих.

Во-первых, старение населения развитых западных стран, а также Японии и Китая скорее всего сделает требования инвесторов более консервативными и уменьшит поток средств, направляемых на инвестиции в акции. Это не произойдет немедленно, но сложно себе представить, что старшее поколение будет активно участвовать в более спекулятивных рынках.

Во-вторых, глобализация привнесет больший риск в оценку акций из-за роста конкуренции в мировой экономике (объективный фактор) и увеличения доходов от международных операций, которые становятся настолько сложными, что с трудом поддаются анализу со стороны финансовых аналитиков (субъективный фактор).

В-третьих, глобализация приведет к росту доходов населения и цен на продукты первой необходимости.

Три вышеперечисленных фактора еще раз акцентируют ваше внимание на низкой эффективности долгосрочного прогнозирования *для инвесторов*.

Оно исходит из того, что экономические решения рациональны, но, как показывают экстремальные примеры начиная со спекуляций с тюльпанами в XVII в. и кончая кризисом на рынке ипотеки США в 2007 г., рынок часто склонен к иррациональности.

Чем сложнее ситуация, например в моменты перехода к новой эре в мировой экономике, тем больше решений окажутся нерациональными. Ведь, как это ни парадоксально, *рациональными идеи признаются после того, как они будут протестированы на ошибках многих инвесторов (а для значительного числа участников рынка — «посмертно») и во временной перспективе, более длинной, чем прогнозы.* Мы сознательно повторяем эту мысль: она должна убедить вас в том, что, если вы хотите считаться «рациональными», нужно выжить и победить.

Часть III

**РЫНКИ РАЗНЫХ
ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

Глава 6

АКЦИИ

Акции как финансовый инструмент

Акция — это финансовый инструмент, дающий право на собственность предприятия или фирмы. Официально это часть компании, которой вы владеете. Что такое цена акции? Цена одной акции равна цене компании (на рынке ее называют капитализацией), разделенная на количество акций, находящихся в обращении на рынке¹.

А неофициально? Можете себе представить, что произойдет, если вы решите получить, например, кусочек «Транснефти»? Вас там ждут? Какую часть трубы вы будете считать своей?

Второй вопрос: как узнать, что акция стоит \$100, а не \$1000? Ниже мы ответим на этот вопрос, точнее, приведем несколько способов «научного» расчета, а что касается ненаучного... Если за неделю акции могут потерять или заработать 20% при отсутствии новой информации о компании, что мы можем сказать об этих моделях? Представляете, запускаем спутник с точностью полета то ли 100, то ли 70% или отправляем поезда, которые следуют то ли на север, то ли на северо-запад...

Помните историю урока в школе?

«Дети, — спрашивает учитель, — сколько будет четырежды два?»

Леночка: «Восемь».

Вовочка: «Семь».

«Правильно, дети, — суммирует учитель. — Где-то семь... восемь».

Поэтому, говоря о ценах на акции, стоит помнить, что это предмет некоего *подсознательного коллективного договора* между инвесторами в данный момент времени, а не сознательной калькуляции. Иными словами, цены акций — это виртуальная реальность: сегодня они высокие, а зав-

¹ Иначе говоря, проданных инвесторам, а не выпущенных акций, поскольку выпущено их может быть много, а обращаться на рынке — гораздо меньше.

тра могут быть низкими. При этом за один день в компании абсолютно ничего не изменится, даже старую остановку перед проходной не успеют покрасить.

Модели, используемые для прогнозирования цен акций

Универсальные модели

Остановимся на моделях, используемых для предсказания цен акций. Изначально применяли модель, в которой цена акций зависела от размера дивидендов, выплачиваемых компанией (DDF)¹. Когда-то, на заре финансового анализа, эту модель называли «обоснованной», поскольку для предсказания динамики требовалось оценить экономические и политические факторы, сделать прогнозы деятельности компании и поведения конкурентной среды. Таким образом, общий анализ обосновывал цену акции.

При этом считалось, что основная привилегия акционера — получение дивиденда. Цена акций — это сумма будущих дивидендов. Теперь эмпирически доказано, что предсказать дивиденды не удастся, поскольку во всех компаниях разная инвестиционная политика.

«Газпром» платит 0,76% дивидендов (т.е. уйдет 132 года, чтобы оплатить его акцию посредством дивидендов), а «Вымпелком» — 1,08% (т.е. уйдет 93 года). Однако цена акций «Газпрома» за три года выросла на 360%, а «Вымпелкома» — на 223%. В то же время цена «Ситибанка» в начале 2007 г. была \$55 за акцию. Закончил он год при цене \$29 за акцию при том, что заплатил за это время 5% дивидендов. Непоследовательность приведенных цифр показывает, что вам не стоит входить в детали этой модели, поскольку она вряд ли вам поможет².

В эпоху высоких технологий, когда инвесторы стали предпочитать рост курса акций дивидендам, их прогнозирование было замещено прогнозированием динамики денежных потоков (DCF³). В данном случае денежные потоки — это средства, остающиеся после того, как компания расплатилась со всеми, включая поставщиков, банки, налоговые органы и т.д. Иначе говоря, это те средства, которые остаются для выплаты акционерам

¹ DDF (Discounted Dividend Flow model), или дисконтированное (приведенное) движение дивидендов — метод оценки рыночной стоимости компаний путем приведения предполагаемых будущих дивидендов к их сегодняшней цене.

² Наш знакомый Ю. Фама показал, что отношение дивидендов к цене объясняет лишь 27% отклонений прибыльности акций, котируемых на Нью-Йоркской бирже NYSE, на последующие четыре года. Сомнительно, чтобы инвесторы могли принимать решения, базируясь на таком низком уровне значимости этого фактора для прогнозов.

³ DCF — Discounted Cash Flow model, или «дисконтированное (приведенное) движение денежных средств» — метод оценки рыночной стоимости компаний путем приведения к сегодняшней базе предполагаемых будущих свободных денежных средств.

и которые акционеры могут использовать для получения дивидендов или реинвестирования.

Для этой модели необходима оценка тех же базовых факторов, что и для DDF. Их рассчитывают на основе финансовой отчетности компаний. Однако, как мы знаем, финансовые скандалы 2002 г. в США показали ее несовершенство. Например, две компании могут по-разному признавать компоненты, включенные в прибыль. Одна будет показывать бóльшую амортизацию зданий (один из компонентов стоимости, который вычитают из дохода, чтобы посчитать прибыль. Поэтому, чем амортизация больше, тем прибыль меньше), а другая — меньшую. Прибыль у первой будет ниже, и она будет платить меньше налогов¹.

Подобная разница в методологии подсчета денежных потоков разными компаниями² делает их не очень надежными для целей прогнозирования и сравнения. Иначе говоря, роль искусства аналитика и здесь превышает роль науки, поскольку очень похожие явления все-таки могут нести разный смысл, как в известном вопросе армянскому радио: почему «квас» пишется вместе, а «к вам» раздельно?

Тем не менее прогнозирование динамики денежных потоков — это самый используемый метод. В его экономической основе лежит понятие, что стоимость компании состоит из трех элементов: цен ее активов сегодня, ее денежных потоков сегодня и возможности роста денежных потоков в будущем. Это те три кита, на которых теоретически держатся все финансовые расчеты стоимости компаний.

Кажется, просто, но, как вы уже, наверное, заметили, в финансах все просто, пока не приглядишься. Вообще, вам не кажется, что как дисциплина финансы больше похожи на философию, чем на математику?!

Итак, стоимость активов и денежные потоки компании, хотя и в несколько искаженном виде, но существуют. Их можно получить из отчетности. А вот оценки роста... они у всех свои. Так и получается (вы частенько можете видеть это в «Ведомостях»), что в один день аналитики разных брокерских фирм рекомендуют покупать и продавать акции одной

¹ Искажение бухгалтерских данных направлено как на значительное завышение, так и на занижение разных показателей, особенно прибыли. Так, собственники часто показывают заниженную прибыль, чтобы не платить налоги, пока развивают компанию. Когда же они решают ее продать, то, чтобы получить более высокую цену, начинают показывать больше прибыли, чем компания заработала в текущий период. Этим приемом частенько пользуются при подготовке первичных размещений акций (т. н. IPO).

² Кстати, тем, кто собирается инвестировать в другие страны, следует помнить, что национальные стандарты финансовой отчетности везде разные. Например, в США, странах ЕС и Японии действуют разные и по содержанию, и по детализации принципы отчетности. Словом, даже если у европейской и американской компании одинаковые P/E, это не означает, что у них одинаковые перспективы. (Россия в этом плане тяготеет к европейскому стилю.) Поэтому легче сравнивать компании, действующие в пределах одного стандарта отчетности.

и той же компании! Первичная информация одинаковая, а допущения для прогнозов — разные.

В дополнение к DCF и независимо от него используется метод паритетов, т. е. сравнения стоимости данной компании с другой. Например, требуется дать оценку частной (непубличной) компании, но поскольку раньше ее акции не торговались, рыночная цена компании неизвестна, зато есть данные о ее финансовых результатах. Для получения первичной оценки компании они сравниваются с аналогичными показателями публичных компаний, которые котируются на рынке. За базу берется отношение цены акций (P-price) к чистой прибыли (E-earnings), т. е. показатель P/E. Примерная оценка рыночной стоимости оцениваемой непубличной компании получается путем умножения ее прибыли на P/E публичной компании, принимаемой за эталон.

Еще раз обратим ваше внимание: сравнивать показатели рынков разных стран не совсем корректно, поскольку на них используются разные методы отчетности. Иначе говоря, в разных странах одни и те же показатели отражаются по-разному при расчетах прибыли и стоимости. Так, из сравнения графиков поведения P/E двух рынков на рис. 6.1 нельзя сделать вывод, какой из них дешевле.

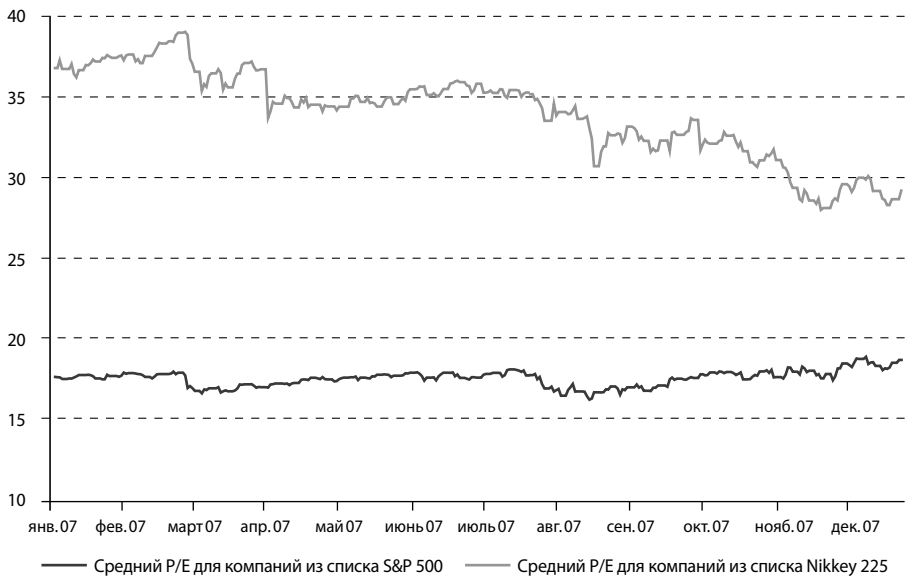


Рис. 6.1. Сравнение коэффициента P/E американского и японского рынков акций

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Самый любимый сравнительный показатель для инвесторов в акции

У методов, построенных на основе анализа P/E есть большие недостатки. Особенно они стали очевидны в 2001–2002 гг., когда рынок акций Интернета и телекомов падал и американское инвестиционное сообщество вело отнюдь не теоретическую дискуссию о том, что является правильным P/E: 40 (как утверждали в 2000 г.) или 20, который считался максимальным на протяжении почти 100 лет?

На приведенном ниже графике (рис. 6.2) обратите внимание на несколько деталей. Первая: цена акций постоянно колеблется, поэтому в качестве цены лучше принимать средневзвешенную за некоторый период, например за квартал или год.

Второе: мы уже много говорили о кризисах, и теперь вы можете себе представить, как до того, как они грянули, люди говорят, что и сегодня P/E справедливо торгуются на исторических пиках. Они находят причины, обосновывающие, что это не пик, а экономически оправданное поведение рынка, «соответствующее новой эпохе». Таким образом, в следующий раз, когда вы услышите такое обоснование, будьте осторожны.

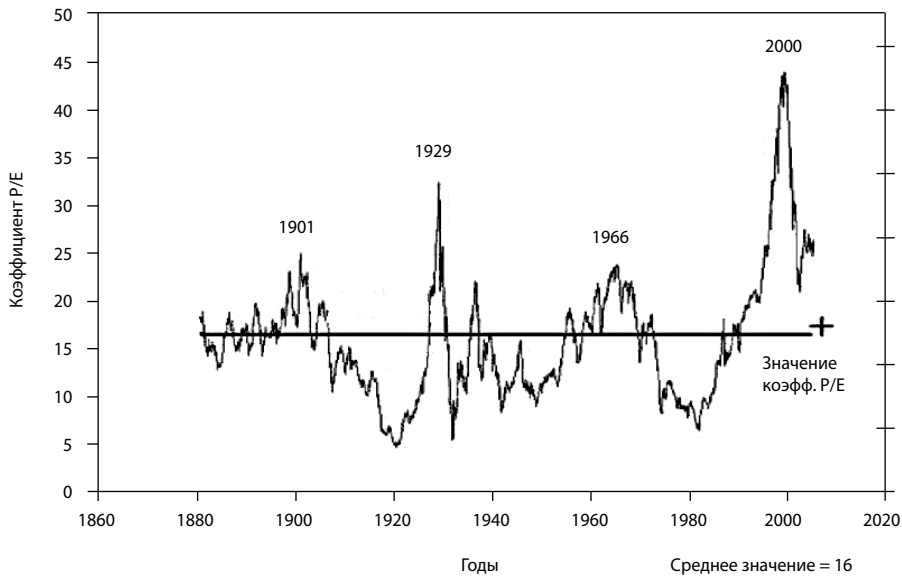


Рис. 6.2. История поведения P/E американского рынка акций

Источник: Robert Shiller, <http://www.marketoracle.co.uk/Article413.html>

Анализируя взаимосвязи между ценами акций и прибылями компаний, В. Нидерхоффер и Л. Кеннер, установили, что *связь между P/E и поведением рынка в период 1950–2001 гг. была случайной*. Иными словами, рост прибыли не вел к росту цен акций.

Например, если прибыли компаний, входящих в индекс S&P 500 (США), выросли в данном году (квартале), то сам S&P 500 в следующем году (квартале) покажет худшие результаты, чем в среднем.

Однако, если прибыли компаний в данном году (квартале) падали, то S&P 500 вырастет больше, чем в среднем.

Таблица 6.1. Коэффициент P/E (цена/прибыль) международных рынков акций в 2007 г.

	Прогноз MSCI 12-месячного P/E коэффициента	Рост рынка акций в долларовом измерении за 2007 г.
Индия	20,3x ¹	73,1%
Китай	19,4x	66,2%
Филиппины	15,8x	41,7%
Индонезия	15,7x	55,0%
США	14,5x	7,1%
Япония	14,1x	-5,1%
Корея	12,2x	32,6%
Бразилия	12,2x	80,0%
Мексика	11,8x	12,2%
Россия	11,8x	24,8%
Турция	11,0x	74,8%

¹ Символ «х» означает «раз». Например, 12,2х означает, что цена индекса в 12,2 раза больше чистой прибыли компаний, ее составляющих.

Источник: «Альфа-Банк», Credit Suisse

Анализ табл. 6.1 показывает, что и в случае международных рынков сложно сделать заключение, до какой степени P/E связан с прогнозом роста. Так, P/E Филиппин ниже индийского, но вырос больше рынок индийских акций.

Акции одной компании могут иметь разный показатель P/E в зависимости от страны, в которой она торгуется. Точнее, в зависимости от свободы доступа международных инвесторов. Это легко продемонстрировать на примере китайских акций, которые торгуются как на закрытом для иностранцев внутреннем рынке, так и на открытых рынках. Так, акции China Life Insurance Co. (самой большой компании) на Шанхайской фондовой бирже котируются по цене, превышающей их годовую прибыль в 48 раз, в Гонконге — в 26,8 раза и в Нью-Йорке — в 31,7 раза.

Говоря о Китае, можно также продемонстрировать сложность подсчета этого показателя для рынка. Включите ли вы в список из 1000 китайских компаний несколько десятков мелких с P/E, достигающим 500 раз, хотя заранее очевидно, что они завышают весь индекс? Включите ли вы в этот список компании, которые явно занижают доходы (тоже не очень любят платить налоги)? Если да, то ваш результат подсчета P/E может быть и 49 раз, а не 19,4, как показано в табл. 6.1.

Более того, вы ведь можете использовать показатели текущего года и прогнозы будущего: вы же инвестируете с расчетом на хорошие результаты в следующем году? Тогда P/E, будь то индекса или компании, в следующем году будет ниже, чем в этом, поскольку берется та же средневзвешенная цена этого года и ожидаемые доходы следующего. Поскольку доходы компании в следующем году, скорее всего, вырастут, то P/E будущего года должен быть меньше.

Если даже при кратком анализе мы выявили столько искажений, то можно предположить, что столь любимый рынком показатель не имеет большой предсказательной ценности. Этот вывод подтверждается проведенными за период с 1937 по 2001 г. исследованиями о целесообразности использования изменения прибыли компании в текущем году для прогнозирования изменения индекса S&P 500 в следующем.

Оказалось, что низкий P/E не предсказывает высокую доходность акций, т.е. если акции стоят дешево по отношению к прибыли компании. В 1929 г. этот показатель был сравнительно высоким (около 30), но затем действительно последовал крах. Но, с другой стороны, в начале 1970-х гг. он составлял 16, и рынок рос медленно (в среднем 6% в год). В то же время в начале 1994 г. P/E был выше (21,3), а рынок рос в среднем на 21% на протяжении последующих пяти лет.

В отличие от предыдущих периодов роста на глобальных фондовых рынках, недавний повышательный («бычий») тренд не сопровождался ростом мультипликаторов (P/E). Более того, рост прибыли компаний существенно опередил динамику фондовых индексов развитых стран, из-за чего P/E оценки компаний существенно снизился, приблизившись к уровню конца 90-х гг. Об этом моменте вам следует помнить, когда вы слышите, как обсуждается вопрос о возможном коллапсе американских индексов акций: по историческим меркам индекс P/E не был переоценен к моменту начала его падения, как это было в 2000 г.

* * *

Подводя итог рассмотрения методов оценки компаний и их составляющих, можно сказать, что каждая отдельно взятая составляющая зависит от допусков и предположений, закладываемых аналитиком в модель. Сами модели создаются с использованием финансовых теорий, но они эмпирически труднодоказуемы.

В такой ситуации даже профессиональному инвестору сложно оценить, как учесть новую информацию в цене. В результате кто-то подсчитал, что только 30% движения акций объясняется изменением информации о компаниях.

Зависимость поведения рынка акций от изменения процентных ставок

Многие считают, что изменение процентных ставок должно вести к изменению цен на рынках акций. Действительно, ожидание более дешевого финансирования часто ведет к росту акций, поскольку рынок ожидает, что компании смогут

развиваться с большей прибылью за счет дешевых заемных средств. Однако нам кажется, что эта точка зрения подтверждается далеко не всегда.

Лучше всего наши сомнения демонстрируют наблюдения за поведением рынков акций в связи с изменением процентных ставок во время кризисов.

В прошлом с момента начала кризиса Федеральная резервная система США (ФРС — центральный банк США) начинала снижать ставки, причем делала это несколько раз. В какой-то момент то ли снижение ставок успокаивало рынок акций, то ли цены акций переставали падать из-за того, что рынки акций были перепроданы. Например (рис. 6.3), в 2007 г. ФРС начала снижать ставки в сентябре, но рынок продолжал падать. Тогда она снизила их еще раз в декабре. Рынок продолжал падать. ФРС пришлось снизить процентные ставки и в январе, т. е. влияние понижений на поведение рынка было неочевидным.



Рис. 6.3. **Поведение рынка американских акций (индекс S/P) во время изменения ставок ФРС в 2007–2008 гг.**

Источник: «Альфа-Банк», CQG

Однако во время других кризисов снижение ставок помогало индексам. В течение короткого времени они возвращались к прежним значениям (рис. 6.4).

Не всегда ясно, как понижение процентных ставок влияет и на экономику (ВВП). На графике (рис. 6.5) вы видите, как хорошо сработало понижение ставок во время кризисов 1987 и 1998 г. Тогда действия, предпринятые в точке 0 (в центре графика), привели к росту ВВП. А в 2007 г., как мы уже знаем, понижение ставок в сентябре скорее всего не предотвратило рецессии.

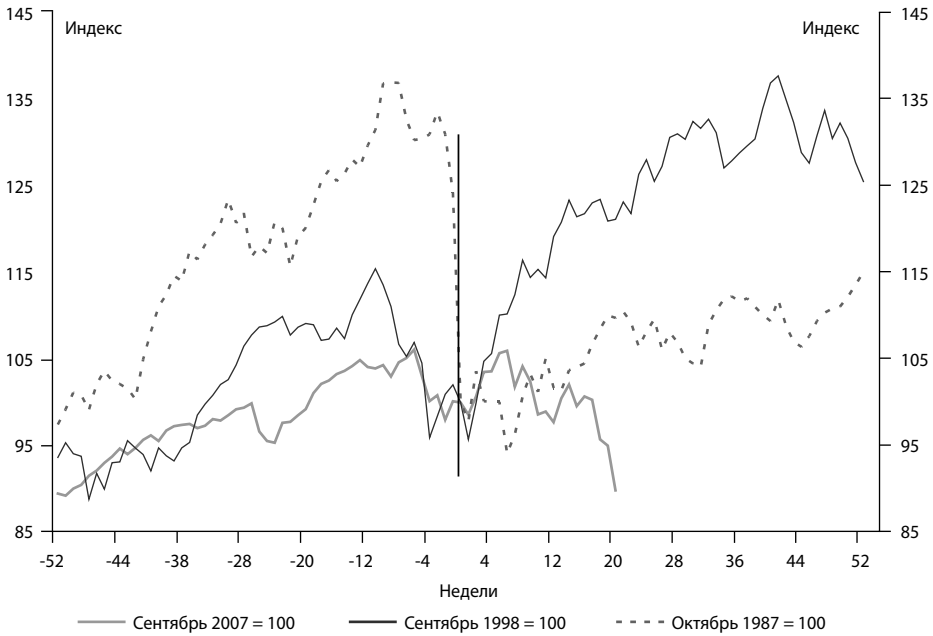


Рис. 6.4. Динамика фондового индекса S&P 500 после снижения ключевой ставки

Источник: Deutsche Bank Global Markets Research

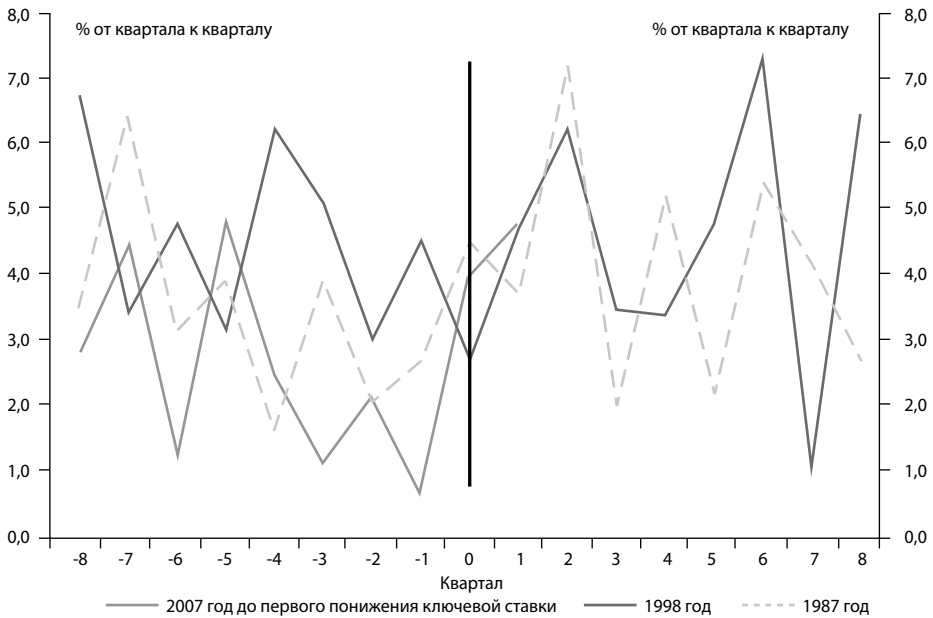


Рис. 6.5. Темпы роста реального ВВП США при снижении ключевой ставки

Источник: Deutsche Bank Global Markets Research

Поэтому, в то время как в 1987 и 1998 гг. понижение ставок стимулировало рост экономики настолько, что в течение года ФРС пришлось поднимать их обратно (рис. 6.6), в 2008 г. она продолжила снижение ставок.

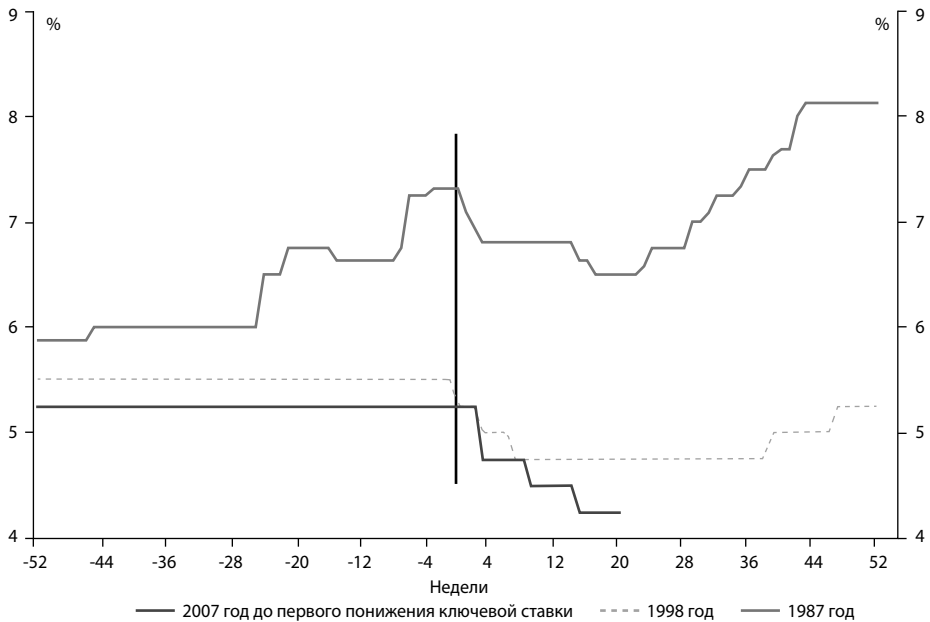


Рис. 6.6. **Ключевая ставка ФРС США**

Источник: Deutsche Bank Global Markets Research

Таким образом, правильность суждения о том, что понижение ставок помогает росту акций, а их повышение ему препятствует, во многом зависит от того, насколько удачно выбран момент для сравнения. Во время экономического кризиса снижение ставок может не привести к росту на рынках акций, а во время экономического роста повышение ставок может не вызвать падения на рынках акций.

Зависимость поведения рынка акций от изменения валютных курсов

Одним из важных факторов, определяющих доходы компаний, являются доходы от международных операций. Например, подсчитано, что компании, входящие в индекс S&P, в среднем получают 30% своих доходов в иностранных валютах.

Как вы видите на графике (рис. 6.7), для отдельных отраслей в процентном соотношении эта сумма может даже превышать 30%. Именно поэтому изменение валютных курсов может весьма существенно изменить и цену акций компаний.

Например, падение доллара ведет к росту прибылей компаний, которые получают доход в евро и иене. Это происходит, поскольку в обмен на подорожавшие евро и иену они получают больше долларов, и их прибыль в долларовом измерении растет.

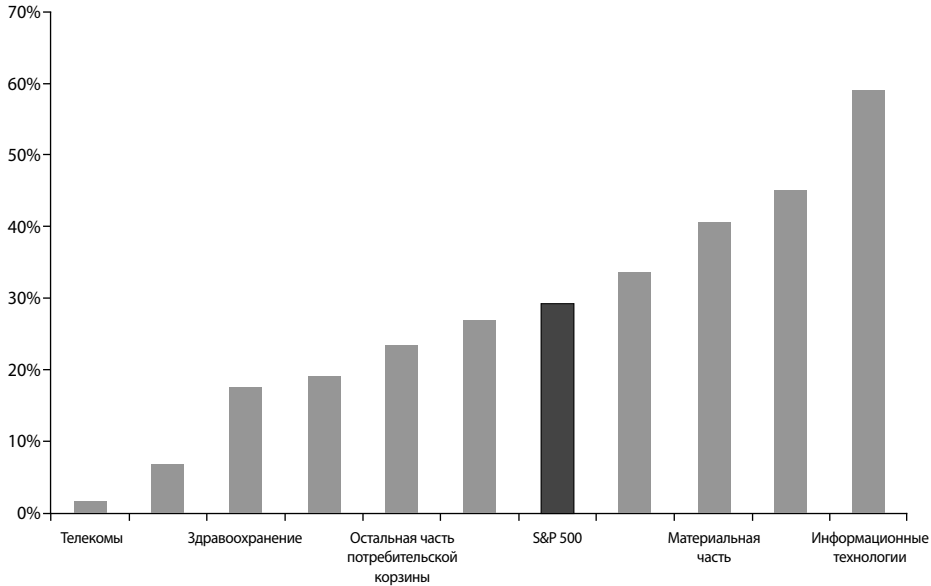


Рис. 6.7. **Доходы от международных операций компаний из списка S&P500**

Источник: Deutsche Bank Global Markets Research

В двух предыдущих параграфах замаскирована любопытная «деталь». 30% доходов... От одной единицы дохода остается, скажем, 15% прибыли. Если доход под влиянием изменения валютного курса вырос на 10%, то на сколько выросла прибыль? Ответ: на 20% ($0,30 \times 0,10$) : 0,15. Таким образом, «заграница» помогает или вредит акционерам больше, чем кажется на основе предлагаемых рисунков, поскольку рост или падение *доходов* за счет изменения валютных курсов в большей мере трансформируется в изменение прибыли.

Рекомендации аналитиков по акциям компаний

Ценным источником информации для принятия инвестиционных решений являются рекомендации аналитиков. Мы уже говорили, что к ним нужно относиться очень скептически, и даже обзывали этих специалистов «прогнозистами» за их непоследовательность. Однако другого пути узнать о рынке у большинства инвесторов нет: не станете же вы сами анализировать все компании?

Если вы будете ориентироваться на эти рекомендации, то обратите внимание, что в то время как одни аналитики советуют «покупать», «держаться» и «продавать», другие говорят, что акция «вырастет больше, чем рынок», «на столько же» или «меньше рынка».

Второй подход представляется нам более правильным, но менее практичным (такая комбинация чувств тоже бывает!). Дело в том, что в первом случае аналитик подспудно предполагает, что весь рынок акций резко не изменится. Об этом нигде не пишется, но это подразумевается.

Иначе представляете, что будет, если он рекомендует купить акцию, ожидая, что она вырастет на 20%, а вслед за этим весь рынок акций упадет на 15%? Конечно же, P/E компаний, похожих на вашу, тоже упадет. Получится, что для осуществления прогноза аналитика ваша компания должна вырасти больше чем на 35% по сравнению с конкурентами.

Иными словами, рейтинг «покупать», скорее всего, заведомо не исполнится на падающем рынке, а рейтинг «продавать» — на растущем.

Рейтинг типа «вырастет больше, чем рынок» фактор движения рынка в целом как бы учитывает. Проблема в том, что он оставляет за вами как за инвестором право принять решение, будет ли рынок расти или падать. Кроме того, во время резких коррекций соотношение цен акций внезапно искажается. Частенько бывает, что самые лучшие акции на рынке продают первыми, чтобы отфиксировать прибыль.

Иными словами, этот метод не полностью исключает искажения, связанные с влиянием рынка. В то же время он не дает инвестору внутренней уверенности, появляющейся, когда у него перед глазами возникает конкретный ценовой параметр, к которому стремится цена его акции.

Наконец, вы можете получить информацию по конкретным компаниям и акциям, а также по рынку в целом на сайтах <http://www.thestreet.com>, <http://www.billcara.com/>, <http://www.finance.yahoo.com/marketupdate/overview>, <http://www.e-disclosure.ru>, <http://www.factiva.com>, <http://www.skrin.ru>, <http://www.edgar-online.com>, <http://www.investor/monitor.ru>

Поведение рынков акций: недавняя история

Поскольку все же в целом в мире дела обстоят неплохо, рынки акций могут расти на протяжении почти пяти лет. Сравнительно небольшие коррекции, хотя и сопровождающиеся паническими статьями о конце света, заканчиваются ростом, что вы и можете наблюдать на графике, приведенном ниже (рис. 6.8).

Конечно, не все и не всегда проходит гладко. Так, к марту 2008 г. индекс упал на 17% с пика. Поэтому в табл. 6.2 мы рассмотрим не только поведение рынков за последние пять лет, но и на то, как быстро вернулись на предыдущий уровень коррекции индексы акций MSCI Европа, превысившие 10% за 20 лет.

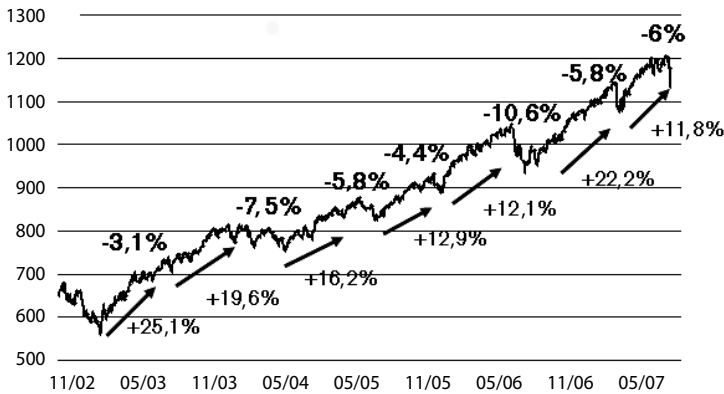


Рис. 6.8. **Размер коррекций индекса S/P в период с начала 2002 г. по середину 2007 г.**

Источник: Datastream, Credit Suisse

Таблица 6.2. **Длительность и глубина коррекций индекса S/P в период с 1987 по 2006 г.**

Даты коррекций			
Пик	Дно	Продолжительность (дней)	Процент коррекции MSCI Европа
MSCI Европа			
08 – Окт– 1987	10 – Ноябрь– 1987	33	– 34,3%
08 – Сен– 1989	27 – Окт– 1989	49	– 11,0%
20 – Июль– 1990	28 – Сен– 1990	70	– 23,7%
03 – Сен– 1991	23 – Дек– 1991	111	– 11,2%
11 – Май– 1992	26 – Авг– 1992	107	– 17,8%
02 – Фев– 1994	27– Июнь– 1994	145	– 15,2%
03 – Окт– 1997	28 – Окт– 1997	25	– 12,4%
20 – Июль– 1998	05 – Окт– 1998	77	– 30,8%
04 – Сен– 2000	12 – Март– 2003	919	– 58,4%
09 – Май– 2006	14 – Июнь– 2006	36	– 12,1%
Средняя		157	– 22,7%

Источник: Morgan Stanley Research

Чтобы «оживить» ощущение 30%-ного падения, которое произошло в 1998 г., подумайте, как бы вы себя чувствовали каждый день в течение 77 дней падения. Вам легко восстановить этот эмоциональный фон, поскольку сейчас, в начале 2008 г., рынок опять переживает нелегкие времена. Ежедневно вы слышите информацию, что ситуация плохая, что все будет падать. Судя по таблице, скорее всего, к концу года рынок снова начнет расти, хотя год будет очень волатильным и пережить эмоциональные всплески окажется нелегко. Поэтому в начале книги

мы упомянули совет бывалого инвестора, который сказал, что выигрывает тот, кто в моменты рыночных падений глубже зарывается в землю.

Чтобы проиллюстрировать этот вывод, в заключение мы приведем график поведения цен РТС (рис. 6.9) в разные негативные моменты недавней истории российского рынка.



¹ Финансовый кризис в Турции, развивающийся наподобие российского в 1998 г.

² Обвал на мировых фондовых рынках, вызванный бухгалтерскими скандалами.

³ Задержание Михаила Ходорковского.

⁴ Арестовано 40% акций ЮКОСа.

⁵ Глобальная коррекция на фондовых рынках в связи с ужесточением денежной политики в США.

⁶ Глобальная коррекция на фондовых рынках в связи с ужесточением денежной политики в США.

⁷ Коррекция в связи с угрозой рецессии в США из-за ипотечного и финансового кризиса.

Рис. 6.9. Влияние информации на поведение индекса РТС

Источник: «Альфа-Банк», CQG

Один из выводов из истории кризисов для российских инвесторов

Более детально мы обсудим историю кризисов немного позже. Сейчас же, рассматривая впечатляющий график на рис. 6.9, напомним, что Экономика любит поговаривать: «Мало ли кто и чем гордится». Вот до последнего времени, например, все гордились темпами роста Экономики, хотя в этом тоже нет ничего особенного! Идея развивающихся рынков появилась еще в XIX в. Тогда к ним относились сначала латиноамериканские страны, потом США... А развитыми считались Англия и Франция. Так вот, как только в развитых странах появлялись лишние деньги, здесь тут же вспоминали о заокеанских диковинных странах, богатых корнеплодами, какао, золотом и зерном. «У них такие сокровища в земле зарыты, только копни», — зазывала деловая пресса. Представители местных элит в заморских странах за пару лет становились богачами и даже думали, что правят миром, поскольку у них было или много

каучука, или все кокосовое молоко. Потом в развитых странах наступал период крахов, а вслед за ними рушились и местные рынки с их индиговыми надеждами. И так каждые 20 лет на протяжении двух столетий.

Мы, конечно, живем в XXI в., но и сейчас все зависит от развитых стран. Вон, сотрудники ФРС что-то не то сказали, и акции «Газпрома» за две недели упали на 10% (рис. 6.10) одновременно с акциями других стран. А ФРС вообще-то говорила только о внутренних процентных ставках США и другие страны даже не упоминала.

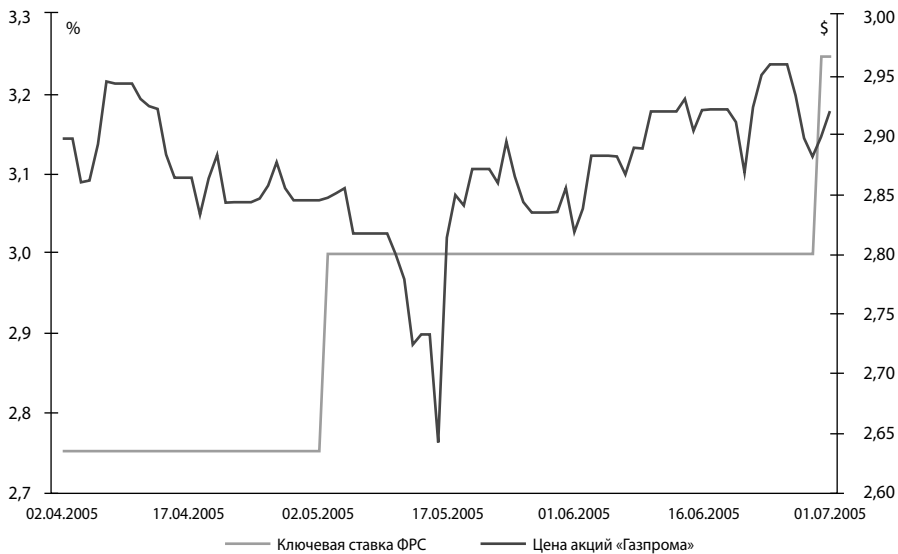


Рис. 6.10. **Динамика акций «Газпрома» и ключевой ставки ФРС в апреле — июне 2005 г.**

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Почему так происходит? Мы возвращаемся к уже обсужденной теме: потребители из США покупают очень многое из того, что произведено в мире. Покупают и покупают, не зная сна и покоя, беспрерывно! Только бы было дешево! А кто производит дешевый ширпотреб? Азия, в особенности Китай. Чтобы произвести еще больше, Китай строит новые заводы, которые потребляют металлы, электроэнергию, нефть и т. д. Производят сырье другие развивающиеся страны... вот и получается, что дядя Джо из Небраски — центральная фигура, принимающая решения, которые влияют на судьбы вьетнамца Чинь Хуана, мексиканца Педро и т. д. Отсюда и утренний прогноз: если Америка гикнется, то:

- весь мир накроется медным тазом;
- из тела прогрессивного человечества будет хлестать никому не нужная нефть;
- китайские игрушки будут сами проситься на бесплатный ночлег.

Именно это мы, к сожалению, сейчас наблюдаем на международных рынках акций: все инвесторы мира следуют движениям Доу-Джонса, когда или Доу, или Джонс решают нырнуть. Мы уже говорили, что, возможно, мир вступил в новую эпоху и экономика развивающихся стран стала менее зависимой от развитых, но пока мы видим, что рынки все-таки действуют по привычному сценарию. Будем надеяться, что экономики этих стран будут более стабильными во время кризисов в развитых странах, чем раньше.

Как находить инвестиционные идеи

Что не нужно делать

Одна из классических инвестиционных ошибок — это вложение в один актив на основе прогноза поведения другого. *Если из всей книги вы запомните и будете использовать именно это правило, то вы не зря ее прочитали.*

Если нефть идет вверх, это не значит, что вырастут нефтяные акции. Посмотрите на динамику цен акций ЛУКОЙЛа и нефти (рис. 6.11). Обратите внимание, сейчас все говорят, что цена на нефть растет из-за того, что падает курс доллара. Руководствуясь предостережением, о котором мы сказали в начале этого параграфа, запомните: даже если раньше вы инвестировали в нефть, сегодня вам нужно переключиться на инвестирование в валюты: второе безопаснее, поскольку заработать на валютах сложно само по себе, а торговать ими опосредованно, через торговлю нефтью, — на порядок сложнее.

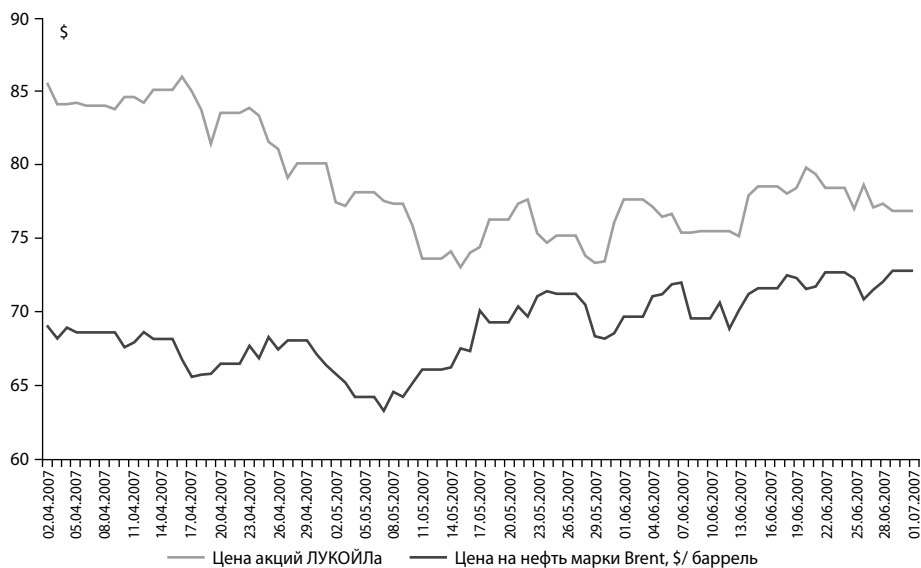


Рис. 6.11. Динамика акций ЛУКОЙЛа и цены на нефть во втором квартале 2007 г.

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Аналогично: если никель идет вниз, это не значит, что упадут акции компаний, добывающих никель (рис. 6.12).



Рис. 6.12. Динамика акций «Норникеля» и цены на никель с апреля 2007 г .

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Темпы роста прибыли превышают темпы роста P/E

П. Линч, один из лучших американских управляющих паевыми фондами, рекомендовал покупать компании, темпы роста которых превышают коэффициент P/E. В основе этой идеи — простой факт, что P/E растет, поскольку темпы роста доходов компании повышаются. Если же они высокие, а P/E не растет, то акции компании являются интересной инвестицией. Обратите внимание, Линч сравнивает темпы роста прибыли и темпы роста P/E, которые, как мы говорили, для рынка в целом не являются ценным предсказателем динамики цен индексов акций. Для отдельных акций, возможно, этот показатель является более надежным индикатором будущей динамики цен.

Такие ситуации возникают, например, если высокие темпы роста компании подтверждаются в моменты, когда на рынке нет ликвидности, т.е. низок инвестиционный интерес.

Изменение процентных ставок

Одна из классических инвестиционных идей — инвестирование в акции, когда снижаются процентные ставки казначейских обязательств данной страны или США. Как правило, оно начинается в момент начала падения

делового цикла. Логика роста акций проста. Как мы уже говорили, рынок начинает предсказывать падение цикла заранее, и цены акций падают (теория эффективного рынка). В тот момент, когда предсказания подтвердились и в развитии экономики наступает замедление, теоретически цены акций уже упали. Когда ФРС начинает снижать ставки, сразу же появляются ожидания, что компании будут становиться более прибыльными, и рынок начинает расти.

Мы уже видели, что эта теория не подтверждается абсолютно во всех ситуациях, но тем не менее частенько она срабатывает.

Это не значит, что, если ставки растут, акции начинают падать. Рынок любит небольшую инфляцию, если она сопровождает рост экономики, а, как известно, увеличение инфляции — основная причина роста процентных ставок.

Кстати, это хорошая иллюстрация предыдущего правила. Не покупайте акции, если вы считаете, что падение ставок будет продолжаться. Инвестируйте в инструменты основанные на процентных ставках (например, облигации), которые напрямую заработают деньги, если ваш прогноз сбудется, т.е. осуществляйте свои прогнозы в инструментах, которые реагируют на них напрямую, а не косвенно.

Снижение расходов

В теории увеличить прибыль компании можно или за счет повышения доходов, или за счет снижения расходов. Проблема в том, что лозунг о снижении расходов часто не приводит к полезным действиям, да и практическая реализация этих программ частенько трагикомична. Например, раньше, когда в организациях брались за проведение кампании под девизом «Дашь экономию!», там немедленно и остро начинала ощущаться нехватка туалетной бумаги: расходы на нее резали в первую очередь. Сейчас, в эпоху «развитой недвижимости», из туалета первым делом пропадают более дорогие предметы типа дезодорантов.

Иногда под дымовой завесой «сокращения расходов» решаются проблемы внутренней конкуренции, уничтожаются базы внутренних противников и необоснованно сокращаются расходы на информационные технологии, что уменьшает темпы роста компании в будущем.

Правда, часто бывает так, что эти лозунги частично реально осуществляются: вместо сокращения числа вакансий и увольнения уборщиц избавляются от реальных ненужных сотрудников.

В таких случаях цена акций обоснованно растет или перестает падать.

Если вы думаете что менеджмент серьезно подошел к вопросу, это значит, что рынок будет ожидать, что вся стратегия компании меняется к лучшему: кадровые сокращения редко бывают единственной частью программы ее оздоровления. Поэтому акции компаний становится интересными для инвесторов.

Изменение менеджмента и акционеров

Это — другое стандартное изменение в стратегии компаний, которые начинают снижать расходы. И тут не обходится без курьезов. Как теперь модно строить организации? Нанимают дорогого иностранца. Он ходит по офису, по-русски не понимает, что происходит — тоже... Ну, понятное дело, нужно ему помочь! Нанимают секретаря, водителя, переводчика. Потом увольняют 100 дешевых сотрудников. Инвесторы от этого «тащатся»: чем меньше народу — тем больше капитализация. Так чего ж не уволить!

Это бесполезный, но позитивный для инвестора исход событий. А вот если нанимают местных блатных, то он становится бесполезным и негативным, поскольку рынок в таких ситуациях наказывает за то, что наняли непонятных ему непрофессионалов, и цены акций падают. Так что из одинаково бесполезных вариантов лучше первый.

В целом же объявления о замене неэффективного менеджмента могут одновременно повысить стоимость крупной компании на миллиарды долларов.

Здесь важно еще раз напомнить теорию: новость, как правило, немедленно отражается в цене. Поэтому, если вы не смогли купить акцию в тот момент, когда появилось объявление, скорее всего, лучше некоторое время ее не покупать, пока шум не затихнет. Несмотря на теорию, во многих ситуациях тенденция роста, связанная с новым менеджментом, является долгосрочной. Поэтому, если вам очень нравится компания, лучше покупать ее акции, даже если вы упустили момент объявления о замене менеджмента.

Слияние компаний

Предположим, крупная компания приобретает мелкую. При этом оцениваются ее сегодняшняя цена и возможный рост при появлении крупного покупателя. Затем делается примерная оценка цены компании для «захватчика» с учетом потенциальной синергии с его бизнесом. Прежде всего оценивается, как слияние в первую очередь повлияет на P/E компании-«захватчика».

Как правило, пытаются купить компанию с низким P/E. При этом акционеры «захватчика» получают большие доходы, чем обеспечивает им их собственная компания.

После анализа P/E прикидывают, сколько объединенная компания сможет заработать дополнительно на синергии (т.е. на объединении сильных сторон новых «супругов»). Например, у нее есть хорошая сбытовая сеть. Она покупает дешевого производителя товаров, который за счет специального продвижения через эту сеть начинает резко увеличивать продажи.

Правда, и тут «разумные доводы» мрут, как микробы, под солнцем практики. Как правило, оценки ценности интеграции оказываются слишком оптимистичными. Количество успешных слияний невелико. Однако фактор

низкого P/E может оказаться очень положительным для акций компании-«захватчика». Так называемые консолидации малых бизнесов приводят к отличным финансовым результатам, поэтому такие истории заслуживают внимания.

Динамика международных рынков

Этот фактор является чуть ли не определяющим для российского рынка. Если международные рынки в целом позитивные, то российский рынок будет расти или хотя бы не падать.

График на рис. 6.13 показывает, насколько похожим является поведение акций нефтяных компаний (российского ЛУКОЙЛа и бразильского Petrobras). Часто достаточно, чтобы рос не весь рынок, а только компании одной отрасли.



Рис. 6.13. Динамика акций ЛУКОЙЛа и Petrobras за 2002–2005 гг.

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

В обоих случаях международная динамика очень часто распространяется на несколько рынков одновременно или на похожие компании в разных странах, работающие в одной отрасли.

Например, акции компании «Мечел» выросли в 2007 г. на 100%, поскольку выросли акции аналогичных компаний в Китае. Другой пример: немедленно после рекордного размещения акций государственной нефтяной компании Китая PetroChina на Шанхайской фондовой бирже акции «Газпрома» подскочили на 10% (рис. 6.14).

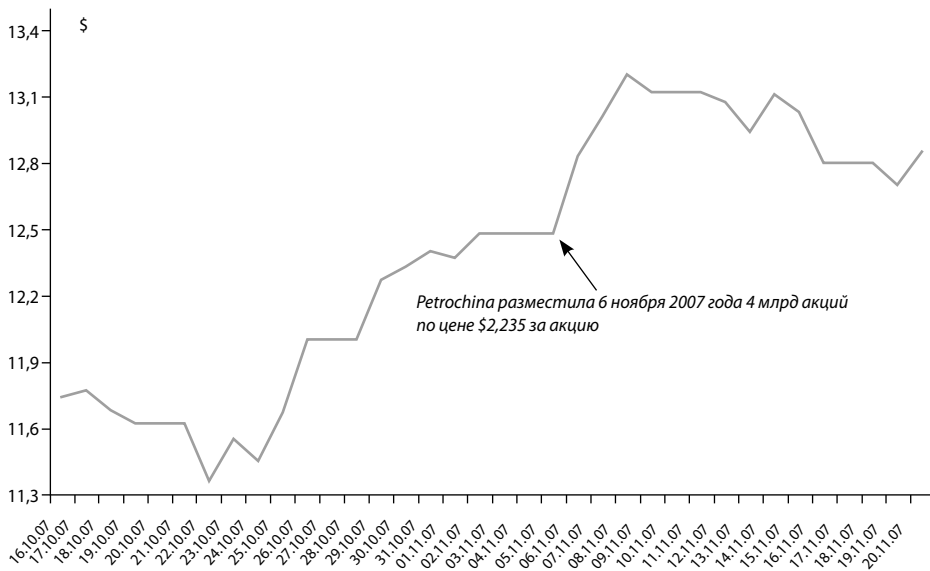


Рис. 6.14. Динамика акций «Газпрома» при размещении PetroChina

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Вкладывать в компании, которые платят высокие дивиденды и/или проводят выкуп своих акций

Как мы уже говорили, практика выплат высоких дивидендов отошла в прошлое. Тем не менее, если поискать, можно найти компании, дивидендная доходность которых выше, чем в среднем по рынку.

Мы здесь имеем в виду западные компании, занятые в установившихся отраслях. Те из них, которые работают на развивающихся рынках или в сфере высоких технологий, имеют высокий потенциал роста, поэтому инвесторам выгоднее, чтобы полагающиеся им дивиденды не выплачивались, а реинвестировались в компании. Это позволяет добиваться более высоких темпов экспансии.

Если же компании достигли некоего постоянного уровня роста, то больше им в своих сегментах не разогнаться. Все, что они могут делать с прибылями, — вкладывать деньги в новые перспективные области. Этого акционеры не любят, поскольку управлять разноплановыми компаниями (конгломератами) сложно.

Поэтому в последние годы некоторые компании стали возвращать деньги инвесторам посредством либо высоких дивидендов, либо выкупа акций на рынке, поскольку при выкупе цена акций растет, но, пока они не проданы, инвесторы не должны платить налог на прибыль. В случае же получения дивидендов налоги приходится платить немедленно. Поэтому многие инвесторы предпочитают, чтобы средства для выплаты дивидендов компании использовали для выкупа акций с рынка.

Выкуп корпорациями собственных акций часто ведет к тому, что цены на них растут быстрее, чем рынок. Это происходит не только потому, что выкуп компаний представляет собой источник спроса, но и потому, что, как принято считать, это служит сигналом оптимизма менеджмента в отношении ожидаемого роста прибыли. Этот довод является спорным. Он противоречит практике последних лет, когда выкуп акций происходил в значительной мере как раз в моменты, когда компании не могли найти достойные альтернативы для реинвестиций, т. е. не знали, как увеличить прибыль!

Если вы предпочтете этот метод инвестирования, помните об опасности, что дивидендная политика может быть пересмотрена и то, ради чего вы купили акцию, перестанет быть ее ценностью.

Инвестирование во внутригодовые циклы

К числу рыночных феноменов, которые не объясняются теорией эффективного рынка, относятся внутригодовые циклы. Исследования показали, что доходность рынков акций 36 стран, включая развивающиеся рынки, между ноябрем и апрелем выше, чем в период с мая по октябрь. На английском рынке этот эффект существует с 1694 г.!

Поэтому, если вы только начинаете инвестировать и хотите увеличить свои шансы на успех, возможно, вам лучше не покупать в июле и не закрывать успешные инвестиции в январе.

Инвестирование в «недооцененные компании»

Легендарный американский инвестор У. Баффетт считает, что, если цена бизнеса падает в два раза, он становится более интересным. Такой подход практики на Уолл-стрит называют «ловлей падающего ножа», а теоретики считают противоречащим теории эффективного рынка, в соответствии с которой падение цены отражает информацию, что с бизнесом не все в порядке.

Успех, основанный на инвестициях в подешевевшие активы, был теоретически обоснован учителем Баффетта — Б. Грэмом. В этом же ключе работают многие американские паевые фонды, которые специализируются на приобретении, например, десяти худших по результатам двух лет компаний, составляющих индекс Доу-Джонса. Они показывают неплохие результаты.

У. Баффетт покупает, поскольку считает, что, если компания в целом здоровая, то ее нужно покупать по низким ценам. Именно эта точка зрения наиболее комфортна для инвесторов, особенно начинающих. Но вот вопрос: как вы, частный инвестор, можете определить, является ли компания «в целом хорошей»? Это совсем непросто, поэтому неудивительно, что значительная часть последователей Грэма (в том числе и профессиональных) обанкротилась.

И все-таки, насколько изучен вопрос эффективности инвестиций в дешевые компании (с низким P/E)? Исследования не дают должного ответа. Одно из них подтвердило, что портфель, состоящий из акций «неудачников» (торгуемых на бирже NYSE 35 худших по результатам трех лет компаний), с 1926 по 1982 г. показывал в среднем на 8% лучший результат, чем портфель, состоящий из акций 35 лучших компаний.

Авторы объяснили свой вывод следующим образом: резкие развороты на рынках связаны с игнорированием людьми закона о возврате к среднему значению и увлечению недавней позитивной или негативной информацией, что ведет к избыточно высокой или низкой оценке активов.

Другие исследователи группировали акции «неудачников» по десять на основе результатов за предыдущие шесть месяцев и подсчитывали среднюю прибыль на следующие шесть месяцев. Оказалось, что за период с 1963 по 1989 г. прежние «неудачники» показывали результаты в среднем на 10% годовых хуже, чем ранее успешные акции. Иначе говоря, с точки зрения этих специалистов, лучше было бы продолжать покупать сильные компании.

Сравнение двух исследований демонстрирует важность периода, за который делается выборка для анализа. Поэтому, хотя идея скупки компаний по дешевке по-прежнему привлекательна, мы не рекомендуем вам в подобных ситуациях вкладывать значительную часть ваших инвестиций. Если вы все же на это решились, то должны ожидать, что процесс роста будет долгим.

На практике количество инвесторов, работающих по принципу «покупай дешево — продавай дорого», скорее всего, не намного отличается от числа тех, кто ориентируется на принцип «покупай дорого — продавай еще дороже».

Кто прав? Вопрос, оказывается, очень непростой, хотя исследования, как мы видели, подтверждают рациональность этого факта. Некоторые возражают, что именно те, кто вложил деньги в российские акции в 1999–2003 гг., много заработали. Да, это правда. Но в последние годы рост российского рынка был обусловлен внутренним реформированием и стабилизацией, стабильностью внешних рынков и ростом цен на сырье. Вряд ли все эти факторы в ближайшие годы до такой же степени повторятся, поэтому лучше ориентироваться на среднерыночный опыт, а он призывает к более осторожным прогнозам рынка акций.

В общем, так и непонятно, прав ли был Пушкин: то ли гнаться за дешевизной, то ли нет.

Спредовые сделки

Мы много раз говорили и будем говорить о спредах. Спредом называется комбинация (инвестиционная стратегия), которая состоит в том, что вы покупаете один актив и продаете другой. Когда вы будете использовать

спреды, мы рекомендуем вам в первую очередь вспоминать следующую историю.

Однажды в темные перестроечные годы мужик забрел на птичий рынок. Там ему приглянулась пара кроликов. Он их купил на последние деньги и привез домой. Наутро у кроликов появилось потомство. Через три месяца у зверьков опять родился целый выводок крольчат. Озадаченный мужик не мог их всех расселить, начал продавать и, кстати, неплохо зарабатывать!

На прибыль, как водится, купил себе машину и путевку на юга. Вернулся оттуда и... узнал, что, пока он отдыхал, соседи, живущие этажом выше, залили его квартиру, и все кролики утонули.

Мужик расстроился и подумал: «Эх я, простофиля! Нужно было рыбок разводить!»

Каждый раз, торгуя спредовыми позициями, вы будете вспоминать этот анекдот. Дело в том, что частенько то, что вы купили, будет падать, а то, что продали, — расти. Вы будете любоваться на все это безобразие и думать о рыбаках! Если вы не ихтиолог, предлагаем вам следующий девиз: «Добрые люди, отдайте козу! Я молока вам взамен принесу!».

В целом же мы верим, что спреды работают, когда вы пробуете инвестировать в концепцию «возврата к среднему».

В контексте использования спредов стоит упомянуть о пресловутой «руке рынка». Этот термин обозначает базовый механизм саморегулирования внутри капиталистической системы. Эта концепция, предложенная основоположником современной экономики А. Смитом в XVIII в., говорит о том, что в долгосрочной перспективе люди не будут делать то, что им невыгодно.

Акционеры компаний, не получающие от них среднерыночной прибыли, будут вынуждены менять менеджмент или требовать, чтобы он предложил новую стратегию, ведущую к успеху. Если это так, то компании, акции которых котируются на низком уровне, должны начинать расти, возможно, даже быстрее рынка.

Однако редко каким компаниям удается бесконечно долго удерживать высокие темпы роста, поэтому цены даже самых лучших из них в какой-то момент перестают расти так же быстро, как рынок.

Это наблюдение лежит в основе одного типа спредов, где покупают компании, имеющие плохие результаты (назовем их «неудачниками»), и продают компании, отличающиеся хорошими. Сразу оговоримся, что эту стратегию лучше не применять по отношению к высокотехнологичным компаниям, которые подвержены очень высокой волатильности торговли. Возвращение к прибыльности плохих компаний и замедление роста хороших должны сделать такую стратегию прибыльной.

Исследователи проанализировали динамику цен акций на Нью-Йоркской фондовой бирже за период с 1926 по 1982 г. На основе доходностей за каждые три предыдущих года они создавали портфели, состоящие из 10% акций с самыми лучшими результатами (портфель «победителей») и 10% акций

с самыми плохими результатами (портфель «проигравших»). Результаты портфелей проверялись через три года после их формирования. Портфели «проигравших» показали за время держания кумулятивную доходность на 19,6% выше среднерыночной, а портфели «победителей» — на 5% ниже среднерыночной.

Кроме очевидной асимметричности доходностей двух портфелей исследователи заметили, что цены акций в портфеле «проигравших» особенно быстро росли в январе.

Стратегии, фокусирующиеся на инвестиции в недавних «победителей» и продажу недавних «проигравших», при определенном алгоритме также демонстрируют прибыль, превышающую среднерыночную. В рамках наиболее успешной из таких стратегий средства инвестируют на шесть месяцев в акции, уже показавшие повышенные результаты в предыдущие шесть месяцев. Использование этой стратегии позволяет зарабатывать в среднем на 12,01% в год больше, чем в среднем на рынке¹.

Спреды на основании показателей отчетности тоже очень популярны, когда внутри одной отрасли покупают и продают компании с большой разницей в каком-то показателе. Так, многие авторы обратили внимание, что компании с высоким соотношением бухгалтерской стоимости (исторической стоимости активов, т. е. зданий, оборудования и т. д.) к рыночной цене, как правило, имеют плохие результаты, поэтому инвесторы оценивают их невысоко. Частенько эти оценки нерационально низки, так же как могут быть завышены цены компаний, у которых этот показатель находится на высоком уровне.

В рамках этого типа спредовых инвестиций вы можете купить компании, у которых темпы роста P/E меньше темпов роста продаж, и продать компании внутри той же отрасли с обратным соотношением этих показателей.

¹ Объяснением этого результата может послужить как замедленная реакция инвесторов на позитивную фундаментальную информацию, так и связанный с ней избыточный оптимизм.

Глава 7

ИНВЕСТИЦИИ В ОБЛИГАЦИИ

Облигации как финансовый инструмент

Облигации — это своего рода *долг*, т. е. кто-то берет у вас займы и выдает вам квитанцию в виде ценной бумаги, которую и называют облигацией. Если заемщик не хочет платить, то вы можете потребовать с него деньги через суд, потому что люди, инвестирующие свои средства в облигации, имеют право на защиту.

Облигации бывают разные. Они делятся по разным признакам. По типу заемщиков, например, бывают государственные, муниципальные и корпоративные.

Облигации различаются по сроку и наличию оферты. Сроки тоже бывают разные — от нескольких недель до десятков лет. Однако часто при выпуске оговаривается право инвесторов погасить облигации раньше срока погашения. Это право называется офертой. Она очень ценна для инвесторов, когда на рынках складываются кризисные ситуации: в такие моменты цены за заимствование растут, и, погасив одну облигацию раньше срока, вы получаете обратно свои деньги, которые можете вложить в другую, более доходную облигацию.

Если же ситуация на рынке улучшается, то вы не будете пользоваться офертой в надежде на то, что ваша инвестиция будет приносить такой же доход, как до улучшения ситуации на рынке.

Кроме того, облигации бывают с фиксированным или плавающим купоном, в разных валютах, амортизируемые и нет, обеспеченные и необеспеченные. Хотя различий много, все проще, чем кажется. Почти все российские облигации имеют один купон на протяжении своей жизни (или до ближайшей оферты). В будущем, когда появятся облигации с плавающей ставкой купона, мы и объясним, как они работают. Облигации российских заемщиков почти всегда бывают в двух валютах: рублях и долларах.

Так же просто дело обстоит и с обеспечением: почти все российские облигации — необеспеченные. Лучше, конечно, чтобы было обеспечение (типа зданий или оборудования), тогда в случае дефолта заемщика оно у него отбирается и продается специально обученными людьми на рынке, а из этих денег возвращают инвесторам их было потерянные копеечки.

Кажется, отличная идея? Однако не все так просто. Во-первых, как мы говорили, в России таких облигаций пока мало. Во-вторых, они, как правило, низкодоходные, поскольку обеспечение снижает их риск (так называемый кредитный риск, известный еще как риск на заемщика), и, соответственно, падает их доходность. В-третьих, оценить стоимость обеспечения не так просто, что и показал в 2007 г. американский кризис облигаций, обеспеченных кредитами на жилье. Казалось бы, обеспечения были надежными, но, как показывает сегодняшний кризис, именно в этом секторе облигаций США на проверку оказалось, что цена многим из них — алтын... Вот и верь после этого людям.

Поэтому частным инвесторам все-таки проще покупать необеспеченные облигации, в той валюте, в которой они получают зарплату, или в той, в которой они предполагают расплачиваться после выхода на пенсию, за образование детей, за дом и т. д.

Как использовали этот инструмент

Вкладывают инвесторы в основном в акции и облигации. Некоторые, правда, еще любят валюты и сырье, но все-таки преобладают первые два типа. Акции, как правило пользуются спросом у более склонных к риску инвесторов, особенно молодых, а облигации рекомендуется приобретать людям среднего возраста и старше.

Такой совет основан на том, что после сорока лет люди становятся более консервативными и постепенно переходят на предсказуемый доход от облигационных купонов, а не от колебаний цен, как на акциях.

В старину инвесторов в облигации называли рантье. Эти самые рантье занимались тем, что «стригли купоны»: облигации выдавались с приложением в форме купонов (см. рис. 7.1). Владелец облигации отстригал купон, как на распродаже в магазине, и закладывал его в банк.

За это, кстати, рантье и критиковал наш уважаемый В.И. Ленин, который писал: «Империализм есть громадное скопление в немногих странах денежного капитала... Отсюда — необычайный рост класса или, вернее, слоя рантье, т. е. лиц, живущих “стрижкой купонов”, — лиц, совершенно отделенных от участия в каком бы то ни было предприятии, — лиц, профессией которых является праздность». Конечно, никого не удивишь тем, что купоны сами растут на облигациях, которые падают владельцам с неба, т. е. как бы не нужно их и покупать, и денег на них копить...

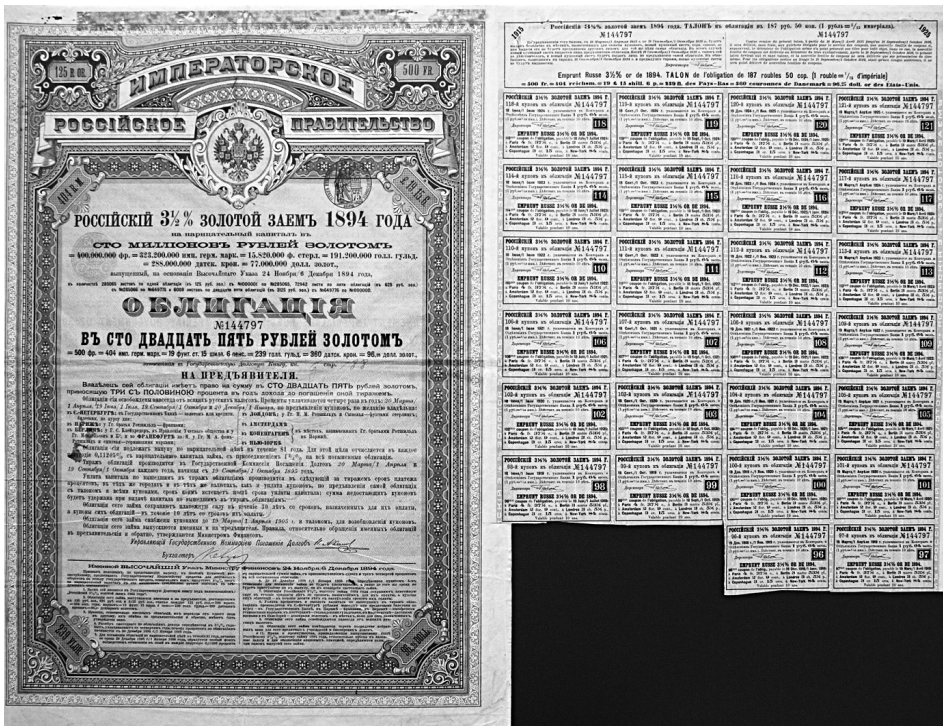


Рис. 7.1. Облигация российского 3 1/2 % займа 1894 г.

Этот прием обоснования экспроприации доходов, источник которых никто не может объяснить, стал близок многим в годы НЭПа. Например, однажды к старому еврею приходят люди из НКВД. «Мойше, вы где взяли столько денег?» «В тумбочке», — честно отвечает непролетарий. «А как они в тумбочку попали?» — подозрительно вопрошают чекисты. «Моя жена их туда положила», — гордо отвечает Мойше. «А как они попадают к жене?» — теряя терпение, кричат энкавэдэшники. «Я их ей даю!» — удивляясь их непониманию, отвечает Мойше. Следует молчание... а затем яростный шепот: «А вы их где берете?» «Я же, товарищ начальник, вам уже говорил: в тумбочке!» — спешит успокоить гостей Мойше.

Так и французы поколениями жили на купоны, на долги, выданные ими по всему миру. Царская Россия тоже была, как говорили в старину, во французских «долгах, как в шелках». Сейчас купоны уже перечисляются в электронном виде, так что инвесторы могут сэкономить на ножницах. В целом же вы так же покупаете облигации и так же надеетесь, что получите не только причитающиеся вам купоны, но и обратно свои деньги.

Иначе говоря, этот веками проверенный способ сбережений, который может приносить доход, достаточный для небедного существования на старости лет или для оплаты образования детей. Инвесторы первого типа копят всю жизнь до пенсии и вкладывают средства в эти самые облигации,

так, чтобы купончики погашались лет через десять после ухода на покой получателей пенсий и грели им душу.

Инвесторы второго типа покупают облигацию в день рождения ребенка в размере, равном будущим расходам на его высшее образование (через 18 лет), да еще и с доходностью в виде купона, который равен предполагаемой инфляции цен на образование. Наступает счастливый момент, когда младенцы превращаются в студентов, и денежками от погашения облигаций их родители, как в сказке, оплачивают расходы, которые к тому моменту, конечно, возросли.

Вот такой интересный финансовый инструмент! А Ленину он почему-то не нравился!

Факторы цены и методы оценок

Основными составляющими процентных ставок, которые платят по облигациям, являются: реальные процентные ставки, ожидания инфляции и кредитный спред заемщика.

Реальные процентные ставки — это ставки без инфляции, т.е. если в стране инфляция равна нулю, то банки взимают процентную ставку, равную реальной. А если инфляция больше нуля, то банковскую ставку называют номинальной, и она равна реальной ставке плюс процент инфляции.

Реальные процентные ставки, как правило, не прогнозируются. Ее находят как разницу между инфляцией и номинальной ставкой. При этом за номинальные процентные ставки (каждой срочности соответствует своя ставка) принимаются ставки государственных облигаций соответствующих срочностей. Например, в России реальная процентная ставка негативная: доходность ОФЗ в целом — не больше 7%, а инфляция — около 12%. Таким образом, получается, что реальная процентная ставка негативная — 5%.

Путем преобразования трех элементов процентной ставки (купона) облигаций (реальная процентная ставка плюс инфляция плюс кредитный спред заемщика) мы получаем, что она зависит всего от двух элементов: цен на «безрисковые активы» (реальная процентная ставка плюс инфляция) и кредитного спреда заемщика.

Теперь обсудим кредитные спреды. Кредитный спред заемщика — это цена, которую заемщики платят сверх ставки безрисковых активов. Если заемщиком является само государство в своей же валюте, то кредитный спред равен нулю. Другие заемщики платят спред, поскольку их кредитный риск (еще известный как риск на заемщика) выше, чем риск государства.

Облигации, выпущенные правительством данной страны, считаются «безрисковыми активами». Почему они безрисковые? Потому, что теоретически государство в дефолт не уходит, поскольку может выплатить свой долг за счет повышения налогов, так что инвесторы всегда получают свои деньги обратно.

Но почему мы пишем «безрисковые активы» в кавычках? Обычно этот общепринятый термин пишут без кавычек, но вспомните дефолт 1998 г. Разве облигации правительства России оказались безрисковыми? Конечно, нет. Поэтому, как всегда, теория — одно дело, а практика — другое! Поэтому мы и пишем «безрисковые активы» и соответствующие им «безрисковые процентные ставки» в кавычках, чтобы лишний раз указать, что финансы — отнюдь не точная наука.

Процентные ставки и их компоненты, включая кредитный спред, измеряются в базисных пунктах, и каждый пункт равен 0,0001. Из этого видно, что 1% равен 100 базисным пунктам. «Газпром» платит кредитный спред в размере 100 базисных пунктов над безрисковой ставкой, чтобы получить деньги в долг, «Альфа-Банк» — 300, а менее известные компании — и по 1000! Вы же, как частный заемщик потребительского кредита, платите 3000 тех самых базисных пунктов.

Теперь, когда мы поняли концепцию кредитного спреда, сделаем еще одно преобразование формулы ценообразования облигаций. Отметим, что цены валютных облигаций зависят от тех же двух элементов: цены безрискового актива в стране, выпускающей валюту, в которой номинирована облигация, и кредитного спреда данного заемщика. Например, в случае облигаций, номинированных в долларах США, безрисковым активом являются облигации правительства США, а безрисковая ставка — это ставка заимствования правительства США.

Помните, в начале книги мы говорили о том, что, как ни крути, а все финансовые активы в чем-то зависят от состояния финансового рынка США. Вот вам и очевидная причина этой зависимости. Рынок долларов — самый большой валютный рынок в мире. Поэтому значительная часть облигационных заимствований проходит в долларах. А раз так, движение ставок США влияет на стоимость заимствования во всем мире.

Казалось бы, если вы занимаете не в долларах, а в евро, то избавляетесь от этой зависимости, поскольку теперь безрисковой ставкой становится ставка Европейского центрального банка (ЕЦБ). Это так, но все равно эмпирически оказывается, что ставки США оказывают очень большое влияние и на ставки ЕЦБ, но не наоборот. Иначе говоря, ставки США влияют и на недолларовые заимствования.

Отметим, что если заемщик российский, но приходит на внешний рынок, то цена его заимствования всегда будет выше, чем цена заимствования правительства России. Это и понятно: цена заимствования российского правительства является безрисковым активом для российских заемщиков. Поэтому цены заимствований в иностранной валюте как бы состоят из трех компонентов: ставки безрискового актива (правительства страны в валюте, в которой измеряется долг), безрисковой ставки страны, в которой находится заемщик, которая представляет собой часть кредитного спреда заемщика, и, наконец, кредитный спред заемщика над ставкой заимствования его страны.

Например, при заимствовании в долларах берется ставка, которую платит правительство США. К ней прибавляется наценка, которую платит за заимствование правительство России. Затем прибавляется наценка (кредитный спред), который платит конкретный корпоративный заемщик.

Таким образом, кредитный спред международных заимствований российских заемщиков раскладывается на три элемента: кредитный риск России по отношению к кредитному риску США и кредитный риск заемщика по отношению к кредитному риску России; из последних двух элементов, повторимся, складывается кредитный риск заемщика по отношению к кредитному риску правительства США.

Влияние кредитных рейтингов на кредитные спреды

Кредитные рейтинги

Кредитный рейтинг подразумевает определенную классификацию кредитных рисков разных заемщиков. К сожалению, рейтинг не является универсальным понятием. Каждый может создать собственный рейтинг чего только захочет. На практике, когда на рынках облигаций говорят о кредитных рейтингах, подразумевают рейтинги трех агентств — Standard and Poor's, Moody's и Fitch.

В случае Standard and Poor's, также называемого S&P, высшей категорией рейтинга заемщика является AAA, а низшей — D. Всего это 23 ступеньки.

AAA

AA

A

BBB

BB

B

CCC

CC

SD — заемщик в дефолте по одному из обязательств

D

R¹.

Почти каждая из перечисленных ступенек (в финансах их называют «но́чами») делится на три. Например, A+, A, A–. Так и получаются 23 ступеньки.

¹ R — это очень редкая ступенька для заемщиков, которые ушли в дефолт и находятся под управлением регуляторов. В этом случае агентство ожидает изменения рейтинга.

D означает дефолт. Кстати, если речь идет о кредитном риске, то это в первую очередь риск дефолта. Все знают это слово. Кстати, что оно означает? Об этом, как и о причине, по которой аборигены съели Кука, молчит наука.

Точнее, в разное время разные агентства давали разное определение этому явлению. Например, суверенный дефолт в 1980-е гг. означал отказ от выплаты процентов и/или основного долга, предусмотренных долговым соглашением или, в случае внутреннего долга, даже определенный (очень высокий) уровень инфляции (гиперинфляцию).

На опыте дефолтов латиноамериканских стран в 1980-е гг. стало ясно, что и должникам, и кредиторам их объявление невыгодно. Это усложняет переговоры о реструктуризации долга. Учитывая эту динамику, некоторые авторы предлагают формулировать понятие «дефолт» как отказ от выплат или расширение спреда над казначейскими обязательствами США свыше 1000 базисных пунктов. По их мнению, такое определение лучше отражает текущую стадию развития рынков капитала.

Влияние изменения рейтингов на кредитные спреды и цены облигаций

Теперь, когда мы вкратце ознакомились с концепцией рейтингов, остановимся на их влиянии на поведение цен облигаций. Точно это сказать никто не может, но некоторые исследователи считают, что, например, в 2000 г. 54% изменений спреда можно было объяснить изменением рейтинга, а в 2003 г. — только 45%, т. е. другие факторы, в основном прилив ликвидности, стали более значимыми.

Сейчас же в ходе кризиса, связанного с ипотечными кредитами в США (субпрайм), бывают ситуации, когда цены облигаций высшего рейтинга котируются на том же уровне, что и облигации, которые на 10 степеней рейтинга ниже первых. Иными словами, в разные моменты времени и в разных сегментах рынка рейтинги могут по-разному влиять на цены.

А какое воздействие оказывают информация об изменении рейтингов на цены облигаций? Интересно, что перед объявлением об улучшении рейтинга рынки часто бывают слишком оптимистичными, в результате чего после объявления спреда увеличиваются (расширяются), а до снижения рейтинга — слишком пессимистичными: после объявления спреда сужаются. Иначе говоря, получается, что хорошие новости могут привести к ухудшению спредов (их расширению), а плохие — к улучшению (сужению)!

Причин такого поведения цен по отношению к рейтинговой информации несколько. Первая: рынок начинает корректироваться задолго до изменения рейтинга. Это можно объяснить тем, что рынок реагирует на информацию по мере ее поступления, а рейтинги меняются только тогда, когда накапливается большое количество подтвержденной информации.

Чтобы найти вторую причину, зададимся вопросом: почему кредитные спреды, а вместе с ними и цены облигаций внутри одной ступени рейтинга

зачастую значительно отличаются? Частично это можно объяснить тем, что инвесторы ожидают повышения рейтинга одних облигаций и понижения рейтинга других в той же категории. Кроме того, существует некая инерция рейтингов. Например, анализ суверенных дефолтов показывает, что страны, однажды объявившие дефолт, — более вероятные кандидаты на следующий. В то же время корпоративные облигации, чей рейтинг однажды был повышен, имеют в два раза больше шансов на его последующее повышение, чем на понижение, и наоборот.

Кроме того, агентства, присваивая облигациям одинаковый рейтинг, могут написать, что у них разный прогноз на рейтинг (позитивный или негативный), внося дополнительный элемент дифференциации в цене.

В долгосрочной перспективе избыточная реакция на объявления случается так же часто, как и недостаточная. Это наблюдение подтверждается и для акций, и для облигаций. При этом продолжение тенденции избыточной прибыли, начатой до объявлений (например, до разделения акций, при введении или отмене дивидендов, попытке внешнего захвата компании или распродаже ее активов) происходит так же часто, как и разворот рынка¹.

Рейтинги и цены облигаций

Теперь еще несколько слов об особенностях воздействия рейтингов на цены облигаций. Облигации с одинаковым рейтингом могут иметь разные цены, если они разного типа. Например, обеспеченные и не обеспеченные. Другой причиной разницы могут служить тот факт, что они выпущены в разных странах. Так, кредитный спред облигаций российских и европейских должников разный при одном рейтинге, хотя формально как в случае разных типов облигаций, так и в случае разных стран происхождения заемщиков одинаковый рейтинг предполагает одинаковый кредитный риск.

Рынок также реагирует на разницу в рейтингах между S&P и Moody's, принимая во внимание более консервативный.

Значительным фактором, объясняющим разницу в доходности облигаций внутри одной ступени рейтинга, является ликвидность: более ликвидные облигации часто имеют более узкий спред, т. е. более высокую цену. Вследствие этого облигации, недавно начавшие обращение и не являющиеся ликвидными, как правило, дешевле, чем облигации той же компании, поступившие на рынок раньше.

Эффективность рейтингов

Статистика за длительный период свидетельствует, что рейтинги довольно точно предсказывают вероятность дефолта в течение *четырёхлетнего* периода. Но этот вывод делается на основе анализа *всех* выпусков со спеку-

¹ По мнению Ю. Фамы, это доказывает, что в среднем эти аномалии не противоречат теории эффективного рынка.

лятивным рейтингом и вряд ли помогает в работе с маленьким портфелем частного инвестора.

Интересно еще одно исследование, предпринятое рейтинговым агентством Moody's. Его вывод состоит в том, что внутри одной ступени рейтинга (спекулятивные рейтинги) суверенные и корпоративные облигации демонстрируют почти одинаковые уровни дефолтов. Подтверждение методологии, казалось бы, имеет ценность с точки зрения инвестора, но этот вывод был сделан в результате анализа периода времени с 1985 по 2002 г. Учитывая, что Аргентина объявила дефолт в 2001 г., он не подтвердился бы для периода 1985–2000 г., когда дефолты корпораций значительно превышали суверенные.

Таким образом, рейтинги — это один из ориентиров для сравнения облигаций заемщиков внутри одной страны и одинаковых типов облигаций. Они не являются абсолютным показателем кредитоспособности.

Дефолты и их последствия

Чем реально дефолты угрожают инвесторам

Заканчивая обсуждение рейтингов и дефолтов, следует остановиться на анализе ситуаций, возникающих после дефолтов.

Первое: поведение брокеров и банков в кризисных ситуациях не обязательно соответствует рейтингу их ценных бумаг. Во время российского кризиса 1998 г. западные банки с высоким рейтингом, как и российские — с низким, всеми способами пытались уйти от выполнения связанных с форвардами и кредитными деривативами обязательств перед инвесторами. Иными словами, их рейтинг и предполагаемое стремление к высокой репутации не защитили инвесторов от оспаривания банками контрактных условий и собственной ответственности.

Второе: английское право, используемое в большинстве еврооблигаций, — дорогой и ненадежный механизм защиты. На практике инвесторы предпочитают договариваться с эмитентом, а не прибегать к судопроизводству. Можно предположить, что российское право лучше защищает как западных, так и местных инвесторов в российские бумаги. Крупные российские банки, инвестирующие в них, успешно защищают себя на основе российского законодательства, но не имеют опыта в применении английского права. Кроме того, они больше склонны к жестким действиям, чем западные портфельные инвесторы. В результате оказывается, что интересы последних защищены действиями российских коллег.

Третье: механизмы голосования по процедуре банкротства и нежелание инвесторов тратить время и деньги на судебные разбирательства приводят к ситуации, когда инвесторы пытаются сепаратно достичь благоприятных решений по собственным портфелям.

В результате противостояния различных групп инвесторов и защиты, предусмотренной для эмитентов в условиях выпуска, востребование долгов становится длительным и манипулируемым процессом.

Из двух последних пунктов следует, что рейтинги контрагентов и предполагаемая юридическая защита не столь полезны в случае дефолта, как предполагают многие инвесторы.

На что может рассчитывать инвестор в облигации после дефолта

Юридические реалии следует понимать при оценке риска вложений в облигации. Но все же что означает риск дефолта не в рейтингах, а в реальных деньгах?

Риск можно оценить как разницу между суммой инвестиции в облигацию и остаточной стоимостью. В случае необеспеченных облигаций ее средний уровень коррелирует с экономическим циклом: в экономически благоприятный период она выше 40%, в экономически неблагоприятный — ниже 40%.

Поскольку кредиторов разных типов много и каждый из них доказывает в суде, почему ему должны заплатить больше и раньше, судьям нелегко принимать решение. По этому поводу рассказывают такую байку. К раввину приходит судья и спрашивает: «Рабби, одна сторона предлагает мне взятку в 50 000 долларов, а вторая — в 70 000. Как мне решать вопрос?» Раввин подумал минуту и изрек: «Вы 20 000 верните и судите по-честному».

Процедура востребования долгов — далеко не простая. Обычно она занимает как минимум год. Иначе говоря, свои 40% вы получите, но спустя некоторое время.

Как на практике меняются цены на облигации

Мы уже говорили, что основным фактором, влияющим на цену облигации, является изменение процентной ставки по государственным обязательствам. Допустим, она выросла. Тогда вы можете за те же деньги купить облигацию с большей доходностью, другими словами — дать в долг по более высокой ставке.

А что если вы уже купили облигацию до повышения ставки? В таком случае, если вы решите ее продать, покупатель попросит более высокую текущую ставку, но поскольку купон на облигации останется таким, каким он был, когда вы купили облигацию, то дополнительную доходность вам придется компенсировать, продавая облигацию дешевле. Например, утром вы купили годовую облигацию с доходностью 5%,

а вечером решили ее продать, но ее доходность выросла до 6%. Как сделать так, чтобы покупатель получил 6%, при том, что купон — только 5%? Продать облигацию примерно за 99% цены, а не за 100%. Если же процентная ставка упала, то вы можете продать облигацию по цене выше той, по которой купили.

Вторым фактором является срок до погашения. Чем он дольше, тем больше повлияет на цену облигации изменение процентных ставок. Например, если в примере, приведенном выше, срок облигации не год, а два, вы должны будете компенсировать покупателю потерю по 1% в год в течение двух лет.

Следует отметить, что большинство эмитентов (заемщиков) делают по несколько рыночных заимствований, т. е. выпускают несколько облигаций. Эти инструменты, как правило, имеют разные даты погашения. График, показывающий соотношение между доходами от ценных бумаг и сроками их погашения, представляет собой кривую доходности. Инвесторы любят смотреть на нее, когда выбирают, на какой срок хотят одолжить деньги данному заемщику. Как правило, чем больше срок, тем выше доходность. Точнее, инвестор выбирает дату погашения облигации, которая не обязательно совпадает со сроком инвестиций: он может продать ее раньше.

Кстати, если инвестор намеревается держать облигацию до погашения, изменения ее цены его не беспокоят. Главное, чтобы заемщик был состоятельным и вовремя погасил долг.

Таким образом, важнейшими факторами изменения цены являются: изменение прогноза инфляции, изменение прогноза кредитного спреда и изменение ликвидности. «А это что такое?» — резонно спросите вы. Дело в том, что все, что не объясняется первыми двумя факторами, списывают на последний. Ликвидность обуславливается спросом и предложением на ценные бумаги. Если денег на рынке много, облигации покупают, невзирая на прогнозы. В противном случае их продают.

Говоря об облигациях, мы несколько раз обращали ваше внимание, что о ликвидности следует помнить, поскольку в России значимость этого фактора явно прослеживается. Мы обсудим эту тему в отдельной главе.

Наконец, вы можете получить ответы по конкретным облигациям, заемщикам и по рынку в целом на сайтах <http://www.cbonds.ru>, <http://www.bonds.finam.ru>, <http://www.investormonitor.ru>.

Взаимосвязь поведения рынка акций и рынка облигаций

Вернемся еще раз к распространенному мнению, что при росте процентных ставок прибыль компаний должна сокращаться, а потому цена их акций должна падать. Как мы уже говорили, это не совсем верно, поскольку, если

экономика переживает бурный подъем и ставки растут, то компании все равно зарабатывают больше, а поэтому их прибыль и цены их акций тоже растут.

С другой стороны, падение ставок далеко не всегда ведет к росту возможности компаний зарабатывать, хотя это мнение чаще оказывается верным, чем первое.

Изменение кредитных спредов немного больше связано с поведением акций, чем с изменением самих ставок. Если спреды сужаются, значит, финансовая независимость компаний укрепляется и можно ожидать, что цена их акций повысится¹. Когда же спреды расширяются (т.е. кредитная составляющая процентной ставки растет), то, как правило, рынок акций реагирует болезненно.

Более того, крупное расширение может привести к значительной коррекции, как это было почти во всех случаях коррекций на рынках акций с 1987 по 2007 г. (см. графики на рис. 7.2, 7.3, 7.4 и 7.5).

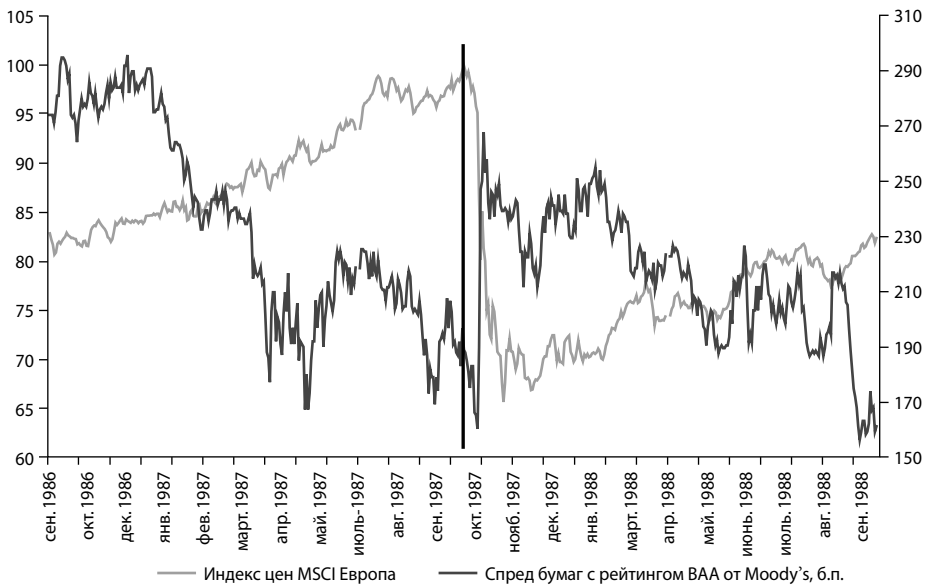


Рис. 7.2. Расширение кредитных спредов перед коррекцией индекса европейских акций MSCI Европа в 1987 г.

Источник: Morgan Stanley Research

¹ Правда, часто спреды становятся уже, поскольку растет спрос на облигации из-за роста ликвидности, но тогда, как правило, ликвидный спрос поднимает и цены акций.

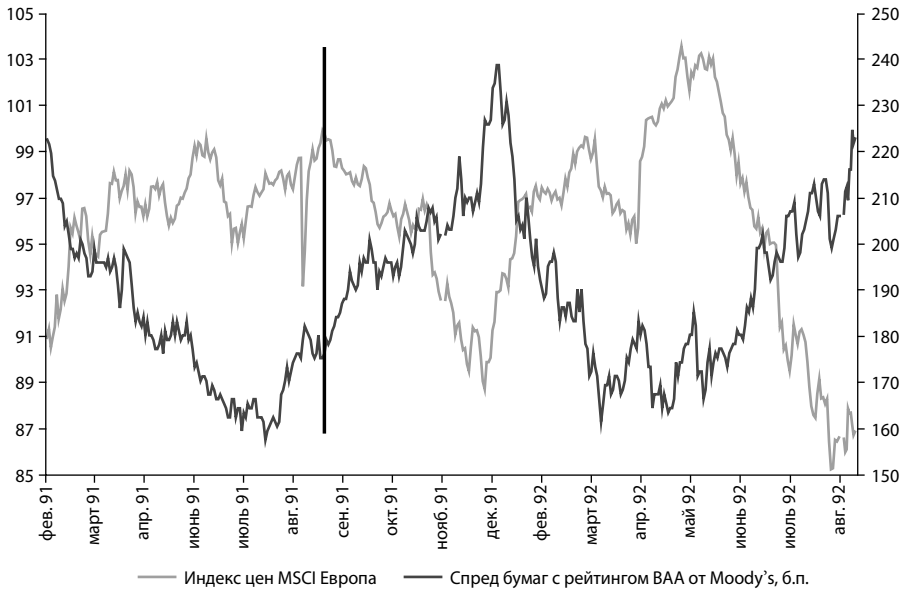


Рис. 7.3. **Расширение кредитных спредов перед коррекцией индекса европейских акций MSCI Европа в 1991 г.**

Источник: Morgan Stanley Research

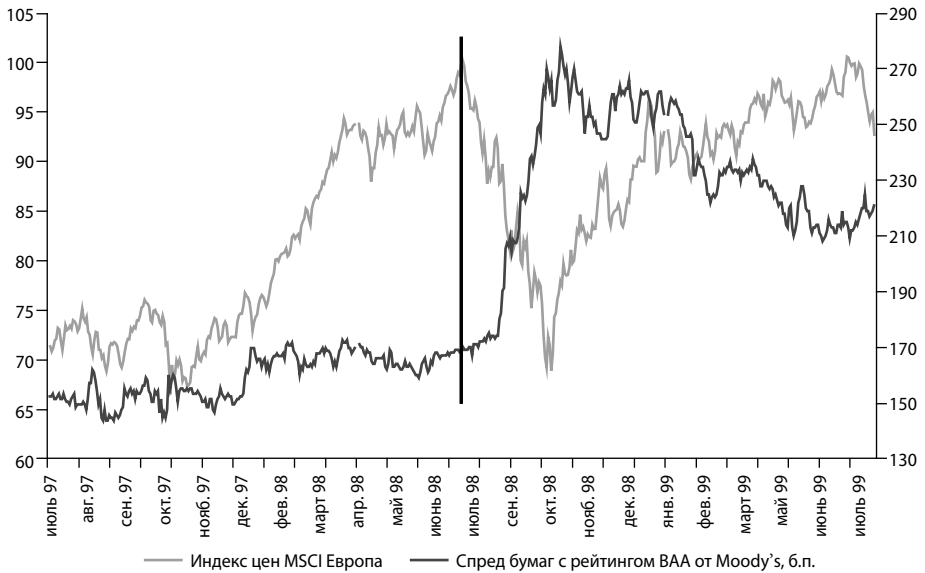


Рис. 7.4. **Расширение кредитных спредов перед коррекцией индекса европейских акций MSCI Европа в 1998 г.**

Источник: Morgan Stanley Research

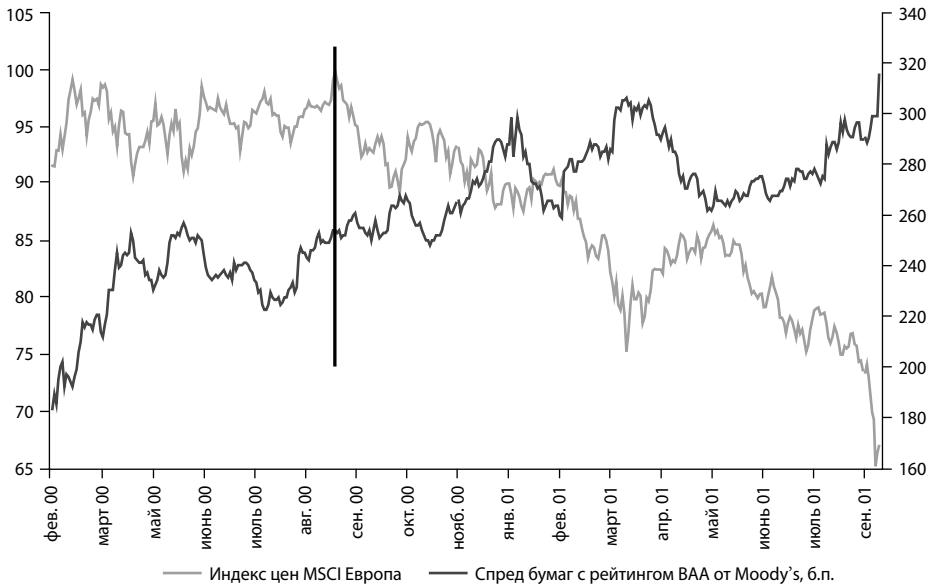


Рис. 7.5. **Расширение кредитных спредов перед коррекцией индекса европейских акций MSCI Европа в 2000 г.**

Источник: Morgan Stanley Research

Как находить инвестиционные идеи

Кредитное плечо

Нужно сразу сказать, что мы не рекомендуем вкладывать деньги в облигации без левериджа (кредитного плеча). Дело в том, что при сегодняшних ставках депозитов инвестор может легко найти банки, которые платят свыше 10%, и при этом депозиты страхуются государством. Зачем покупать облигацию, проценты по которой чуть больше депозита, например 11%, и менее ликвидную, чем депозит?

Теперь предположим, вы покупаете такую же облигацию, но с номиналом в два раза больше, чем объем ваших средств. При этом вторую половину вы занимаете у банка под 8%. Тогда ваша инвестиция зарабатывает вам 14%, из них 11% приходится на вашу половину плюс 3% (11–8) — на заемные средства. При этом, правда, ваш кредитный риск растет, потому что в случае дефолта заемщика вы должны будете выкупить у банка ту часть, которую он вам профинансировал.

Тем не менее в России много компаний, которые достаточно надежны и облигации которых принимает в залог даже ЦБР. Поэтому уровень кредитного риска таких облигаций вполне приемлем, и идея инвестирования с использованием кредитного плеча оправдывает себя, невзирая на повышенный кредитный риск.

Покупая любую облигацию, нужно рассчитывать, что вы будете ею владеть до погашения, поэтому, если вы используете плечо, то старайтесь покупать не самые рискованные облигации.

Основной принцип инвестиций в облигации

Задачу инвестора в облигации можно свести к маневрированию портфелем в зависимости от прогнозов на процентные ставки. Если появляются факторы, которые ведут к ожиданиям роста ставок, то в портфеле нужно держать облигации с коротким сроком до погашения, поскольку, как уже обсуждалось, они меньше пострадают от роста ставок. Если же ожидается стабильность или понижение ставок, то следует инвестировать в долгосрочные облигации.

Три фактора, которые, как правило, влияют на прогнозы ставок, рассматриваются ниже.

Изменение учетной ставки Центральным банком

Этот фактор должен приводить в движение весь рынок облигаций данной страны. Как мы уже говорили в этой главе, снижение ставок Центральным банком ведет к повышению котировок облигаций, поскольку новые инвесторы компенсируют старым разницу между более высокой доходностью, которая была раньше, и текущей, более низкой.

К сожалению, частным инвесторам далеко не всегда удастся воспользоваться этой стратегией, потому что рынок быстрее реагирует на грядущую новость.

Как нас учит теория эффективного рынка, цены идут вверх, как только появляется ожидание снижения ставок. Инвестору же непросто покупать на таких ожиданиях. Тем не менее, если вы на это настроены, покупайте, опять же используя плечо, поскольку снижения ставок не очень значительны и левверидж поможет вам заработать больше.

Если вам не нравится идея плеча, то покупайте облигации с максимально дальней датой погашения. Как мы говорили, такие облигации в наибольшей степени зарабатывают на понижении ставок.

Ожидание сужения кредитного спреда

Все сказанное выше относится и к повышению рейтинга. Единственно, если решение Центрального банка по снижению ставок сложно предсказать раньше рынка, то очень часто изменение менеджмента компании в долгосрочной перспективе является плюсом и ведет к улучшению ее рейтинга. Таким образом, инвесторы, которые хорошо знают какие-то компании, имеют шанс заработать до того, как на рынке сложится мнение, что проводимые в них изменения приведут к заметным улучшениям.

Следует отметить, что во многом о кредитном состоянии компании говорит отношение размера ее долга к доходам, точнее, к EBITDA (Earnings before interests, taxes depreciation and amortization), т.е. доходам до вычета налогов, процентов, амортизации. Считается, что, чем этот показатель ниже, тем надежнее компания. Показатели выше четырех вызывают беспокойство.

Этот показатель так же полезен для долгов, как и для акций. Однако, как и другие, он имеет много недостатков. Например, его приемлемое значение отличается в зависимости от отрасли. Тем не менее этот показатель однозначно важен для инвесторов.

Улучшение финансового состояния той или иной компании не всегда ведет к улучшению ее рейтинга, но вселяет в инвесторов большую уверенность. Поэтому цены облигаций могут расти, когда становится известно, что компания получила госзаказ. Например, компании, работающие в Краснодарском крае, скорее всего, получат от государства деньги на расширение своей деятельности в преддверии Олимпийских игр.

Если компания приобретается другой и у нового владельца лучший кредитный рейтинг, то облигации первой скорее всего вырастут в цене.

Поскольку продаваемые компании часто финансово ослаблены (поэтому и продаются), эта тема очень интересна.

Более того, если компания относится к растущей отрасли, можно предполагать, что в случае, если она ослабнет, ее кто-то купит. В таком случае компании могут «простить» большое соотношение долга к доходам (EBITDA). На основании этого спекулятивного соображения можно также приобретать небольшие номиналы высокодоходных облигаций компаний с неудовлетворительным финансовым состоянием¹.

Ожидание выхода из кризиса ликвидности

В данный момент все говорят о кризисе ликвидности. Эту тему мы подробно обсудим позже. Одной из характеристик такого кризиса является падение цен активов, включая цены облигаций. Если вы верите, что кризис закончится, покупайте.

Кстати, на российском рынке цены облигаций часто падают в летние месяцы и растут в январе, поэтому тема сравнительной ликвидности может обыгрываться почти каждый год, даже вне зависимости от мировых кризисов ликвидности.

¹ Как вы помните, если финансовое состояние компании неудовлетворительное, то ее облигации должны быть высокодоходными, чтобы привлечь инвесторов.

Глава 8

ИНВЕСТИЦИИ В ВАЛЮТЫ

То небольшое, что я знаю, позволяет мне утверждать, что я не знаю ничего.

Из наблюдений Рынка

Валюты как финансовый инструмент

Если вы хотите научиться торговать, то валюты — лучший финансовый инструмент для отработки навыков; если хотите развлечься, не заходя в казино, — рынок валют тоже неплох, но если вы надеетесь заработать деньги, то надежнее торговать овощами на рынке. Конечно, не все так грустно, но это не тот золотой телец, который позволяет себя оседлать. Больше всего он напоминает объезженного крокодила, который чем-то напоминает Гену, но все равно в конце концов вас съест, сколько бы вы дружелюбно не развешивали уши.

Валютный рынок представляет собой *соотношение валютных курсов* всевозможных валютных пар. Например, валютная пара доллар против рубля в момент написания книги котировалась на уровне 24,00. Это значит, что за один доллар дают 24,00 рубля. Иначе говоря, когда мы говорим о курсе доллар/рубли, это означает, сколько за первую валюту дают второй.

Если вы обменяли рубли на доллары и цена первой валюты (доллара) в единицах второй (рубля) поднимется, вы получите прибыль.

Говоря о котировках в случае валют, нужно учитывать, что здесь есть логическая тонкость. Когда падают цены какой-то акции, то падение происходит в какой-то валюте. Это кажется нормальным, поскольку мы все измеряем в одной валюте. Цены растут или падают, но цена валюты как бы остается неизменной. Здесь валюта — эталон цены.

Когда вы продаете одну валюту против другой, появляется та самая логическая тонкость: цена одной валюты движется вниз или вверх... хотя мы привыкли, что валюты — это эталон, т. е. их цены как бы должны оставаться на месте. Так вот, в валютных парах одна из валют остается эталоном, а вторая меняет свою цену по отношению к ней. В связи с этим, когда одна валюта падает, то другая, получается, растет!

Это кажется мелочью, но те, кто не торговал валютами, будут, наверное, удивлены, как такая маленькая деталь может отравить вам жизнь на первых этапах торговли. Например, ваш результат измеряется во второй валюте. Иначе говоря, если вы купили на рубли доллары (инвестировали в доллар против рубля) и курс доллара повысился, то при его продаже вы получите больше рублей (а не долларов). Чтобы отфиксировать прибыль в долларах, вам нужно обменять рублевую прибыль на долларовую. Менять вы будете по курсу рубля на текущий момент (а не на момент приобретения).

В акциях не совсем так: все в единицах одной валюты (не нужно думать, что в чем выражается), и не нужно обменивать прибыль на другую валюту.

Краткое описание принципов валютного рынка

Факторы цены и методы оценок

Тут мы подступаем к самому сложному: предсказанию валютных курсов. Если страна много экспортирует, то теоретически она получает много зарубежной валюты в обмен на свои товары. Но ей нужно обменять зарубежную валюту на свою, точнее, продать полученную валюту, чтобы купить свою. Когда чего-то много, его цена продажи падает. Если следовать этой логике, то цена валюты, которую получили в большом количестве и постоянно продают, должна упасть.

Итак, если одна страна (например, Россия) продает другой (экспортирует) товаров на большую сумму, то она получает много валюты страны-покупателя (импортера), которая постепенно падает в цене против цены валюты экспортера.

Этого вывода достаточно, чтобы сказать, что валюты экспортеров должны расти. Но все не так просто. Ни одна страна не хочет специализироваться на экспорте только одного товара, все хотят охватить несколько процветающих отраслей. Например, России невыгодно развивать только сырьевые отрасли.

Кроме того, если ее валюта становится дорогой, страна-импортер начинает продавать свою подешевевшую продукцию экспортеру, поскольку производитель страны-импортера получает за единицу своей продукции при экспорте в валюте экспортера больше, чем в собственной, — ведь она дороже. Вспомните протесты стран Евросоюза по поводу падения курса доллара. Они как раз и столкнулись с тем, что, если пересчитать в евро, продукция США стала недорогой и жители еврозоны стали покупать больше подешевевших американских товаров. В Европе потребление импортных товаров снизит потребление европейских товаров. В то же время американцы стали покупать меньше европейских товаров, поскольку падение доллара (рост евро) сделало их более дорогими.

А это означает, что многие европейцы потеряют работу и государству придется им помогать. Возросшие расходы казны, как правило, означают... и тут начинается путаница. Прежде чем мы углубимся в эти дебри, вспомним, как возникает инфляция. Источников ее происхождения много, но все сводится к тому, что на единицу продукции приходится больше денежных знаков.

Теперь предположим, что в стране есть большое количество людей, которые ничего не производят и потому как бы не могут претендовать ни на какое потребление. Когда же государство выделяет им пособие, то в их руки попадают заветные денежные знаки. Люди их тратят, и на единицу продукции, произведенной в обществе, приходится больше денег. Если это происходит, то цены вырастают до уровня, когда денежная масса равна товарной. Так и возникает один из типов инфляции, который также ведет к обесценению денежной массы против товарной.

Тут подключаются другие участники хозяйственных отношений. Банки, например, выдают деньги в долг. Как только они начинают ощущать, что на возвращенные им деньги можно меньше купить, они поднимают плату за кредиты, с тем чтобы компенсировать темпы инфляции.

Инвесторы эту тенденцию знают. Если ожидается, что государственная казна помогает людям, которые ничего не производят, то получается, что процентные ставки в этой стране будут расти.

А что происходит с облигациями, когда процентные ставки растут? Их цены падают. Если среди инвесторов в облигации страны-экспортера есть иностранцы, они продадут эти облигации, чтобы не потерять деньги. Вслед за этим они, скорее всего, вернут свои средства на родину, продав валюту страны-экспортера.

Короче говоря, через некоторое время после того, как страны получают большие доходы от экспорта и начинают вкладывать их в рост материального благосостояния населения, возникает инфляция и валюта может упасть, хотя в целом из-за значительных объемов экспорта она должна расти.

Конечно, эти рассуждения правильны, если бы в мире существовало только два государства. Но поскольку страны-экспортеры продают свою продукцию во много стран, у каждой из которых есть своя валюта, далеко не всегда понятно, как должны расти или падать валюты друг против друга.

Ну а что если инфляция в стране существует уже давно?

Здесь нам следует сделать еще одну затяжную паузу, чтобы объяснить явление, которое называют паритетом процентных ставок двух валют.

Паритет процентных ставок

Когда кто-либо покупает иностранную валюту, в обмен он продает национальную валюту. Если вы — гражданин Соединенных Штатов, то, чтобы купить рубли, вы должны потратить доллары США. Поступая таким образом, вы упускаете возможность держать свои доллары на депозите в банке и получать на них проценты. Вместо этого вы можете заработать проценты на депозите в рублях. В этом случае вы получили бы прибыль, равную разнице между ставками депозитов в рублях и долларах.

Что произойдет, если из-за инфляции ставки рублевых депозитов значительно выше долларовых? Все иностранцы будут вкладывать в депозиты, деноминированные в рублях! И при этом продавать свои валюты, чтобы положить вложенные рубли на депозиты под высокие ставки.

Но если вы узнаете, что будет рост инфляции и можно ожидать роста ставок, то, скорее всего, подождете с открытием нового депозита или даже прикроете старый. Иначе говоря, в начале инфляционного процесса инфлирующую валюту нужно продать, а когда темпы инфляции стабилизируются, даже если это произойдет на высоком уровне, валюта должна начать крепнуть!

Итак, допустим, все покупают валюту и депонируют ее в местные банки. Тут возникает еще одна коллизия под названием «горячие деньги». Что делают вкладчики, когда в одном банке ставка выше, чем в другом? Они вытаскивают их из первого и кладут во второй. То же самое происходит, и когда меняются ставки, существующие в разных странах. Инвесторы в валюты постоянно отслеживают, депозиты в каких валютах платят больше.

Но мы же только что сказали, что ставки в инфлирующей экономике стабильно высокие? К сожалению, это верно до того момента, как начинаются вливания «горячих денег». Как только инвесторы кладут инфлирующую валюту на депозиты в местные банки, те начинают размещать ее в кредиты. Чем больше предложений по кредитам, тем меньше ставка по ним и тем меньше процентный спред, который получают банки. Чтобы защитить свои доходы, они снижают ставки, которые они платят инвесторам по депозитам в своей валюте. Инвесторы в какой-то момент теряют к ней интерес, закрывают депозиты и продают валюту.

На полный цикл может уйти много времени, но коррекции цен, как правило, происходят очень болезненно (рис. 8.1). Валюты в странах с высокой доходностью резко теряют в цене. Иначе говоря, опять слишком хорошо — тоже нехорошо. Все хорошее когда-то плохо кончается!

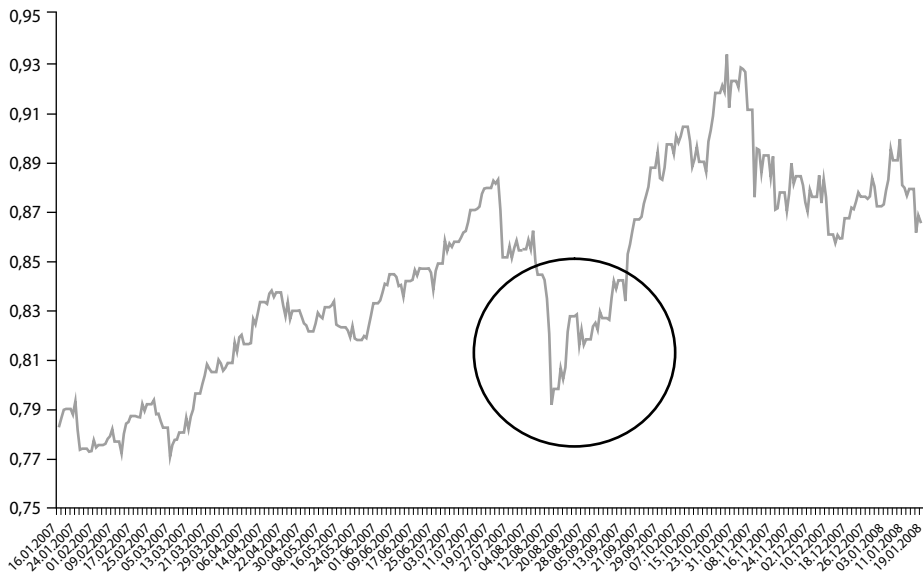


Рис. 8.1. Динамика курса доллар/австралийский доллар с января 2007 г.

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Поведение валют при падении инфляции

Что же случается в странах, где инфляция уменьшается? Происходит странная вещь: валюту покупают. Как так? Ведь если инфляция уменьшается, то падает и процентная ставка. Мы же в предыдущем параграфе только что из-за этого продали такую хорошую позицию!

Но никто не обещал, что это все будет логично. Так вот, мы продали из-за того, что инфляция высокая, а процентные ставки временно ее не отражают. Мы планировали вернуться, когда ставки повысятся до уровня, отражающего новый уровень инфляции. Если же ставки падают из-за реального снижения инфляции, то ориентироваться следует на другую логику.

Ее суть в том, что при падении ставок растут цены облигаций и ценность долгосрочных депозитов (с зафиксированной высокой ставкой) в валюте этой страны. Зная это, инвесторы покупают валюту страны и вкладывают ее в облигации местных заемщиков или кладут на депозиты. Этим объясняется, например, рост бразильского реала. За три года ставка «Селик» упала с 19,25 до 11,25%. Бразильский рынок облигаций наводняют деньгами западные инвесторы! Кому не хочется урвать кусочек дорожающей облигации!

Этот случай интересен и тем, что Бразилия экспортирует сырье. Поскольку цены на него растут, то экспортеры получают больше доходов в других валютах и, соответственно, покупают на них свою. Это ускоряет удорожание реала.

Кроме того, ожидание падения процентных ставок, как правило, ведет к росту акций. Это происходит не только потому, что инвесторы рассчитывают на повышенный рост компаний, но и потому, что по сравнению с более низкой доходностью депозитов и облигаций компания, сохраняющая свою доходность на прежнем уровне, должна стоить немного больше¹. Зная это, иностранные инвесторы ожидают роста акций и начинают их скупать, снова предварительно купив реал.

Кроме того... если ожидается падение процентных ставок, растет спрос на жилье, поскольку по низким процентным ставкам больше заемщиков может позволить себе купить недвижимость. А это означает, что увеличивается потребление предметов долгосрочного пользования: новых холодильников, стиральных машин и т. д. Появляются зарубежные инвесторы, которые инвестируют в строительство жилья и производство предметов долгосрочного пользования. Но для этого они снова предварительно должны купить реал.

Хотя это все вторичные факторы по отношению к уровню инфляции, но на валютном рынке они тоже играют немаловажную роль, поскольку в моменты затишья, когда то ли нужно покупать, то ли продавать, лишний фактор в пользу покупки, т. е. новая группа инвесторов, помогает инвесторам в валюты определить направление своих действий.

¹ Финансисты называют эту переоценку «падением ставки дисконтирования рынка акций».

Кстати, одна из сложностей валютного рынка заключается именно в том, что приходится учитывать очень много разнонаправленных валютно-денежных потоков. В Бразилии все факторы сопутствуют росту реала, а потому и инвестировать в эту валюту просто. Представьте себе, что одна часть факторов была бы негативной, а другая — позитивной. Как в такой ситуации вы бы принимали решение о направлении курсов валютных пар с участием этой валюты?

Роль политики центральных банков и минфинов в валютных курсах

Краткое резюме: инвестиции в валюты зависят от того, является ли страна экспортером или импортером и на каком уровне находятся ее процентные ставки. Последнее во многом определяется инфляционными ожиданиями.

Это очень примерное описание механизма воздействия инфляции на валютные курсы. На практике инфляционные ожидания сами по себе не очень стабильные. Это вносит еще бóльшую неразбериху, поскольку рынок постоянно пытается понять, не закончилась или не трансформировалась ли тенденция.

Политика Центрального банка данной страны также является очень важным элементом прогнозирования валютных курсов. Например, он объявляет, что приоритетом является рост экономики. Это значит, что в первую очередь важны показатели роста ВВП, а низкая инфляция — не основная цель правительства. ЦБ как бы в открытую объявляет, что процентные ставки должны быть низкими, чтобы рост ВВП не прекращался или ускорился. (Именно так сейчас поступает ФРС США.) Но в какой-то момент он же превысит показатели, которые ЦБ считает полезными. Для того чтобы этот момент не упустить, все инвесторы отслеживают и ВВП, и его составляющие типа производства долгосрочных продуктов потребления, ну и, на всякий случай, темпы самой инфляции. А то вдруг она станет развиваться так быстро, что ЦБ изменит объявленную цель?

Иначе говоря, каждый божий день приходится чего-то ожидать, чтобы подтвердить или опровергнуть какую-то идею. *Поверьте, такой объем информации в основном приходится отслеживать только на валютном рынке: акции и облигации в большей мере зависят от показателей данной страны, а в валютах-то эти показатели важны для двух стран одновременно!*

Кстати, бюджетный дефицит тоже важен для прогноза инфляции. Правительства решают эту проблему тремя способами. Во-первых, увеличивают ставку налога, что замедляет темпы экономического роста, а следовательно, падения инфляции. К сожалению, в таких ситуациях падает фондовый рынок, поскольку ожидается падение доходов компаний, что связано с замедлением их деловой активности... а это значит, что часть иностранных инвесторов продадут свои акции, продав вырученную при этом валюту.

Во-вторых, покрывают дефицит печатанием денег, а следовательно, снова ростом инфляции. Наконец, третий способ — правительства занимают деньги

на рынках капитала путем выпуска облигаций. Если они злоупотребляют этим методом, то, как и с любой ситуацией спроса и предложения, по мере роста предложения государственных ценных бумаг рынки готовы покупать их по более низкой цене, т. е. по более высоким процентным ставкам.

Таким образом, и бюджетный дефицит важен с точки зрения его влияния на процентные ставки¹.

Другие причины изменения курсов валют

Отдохнули от цепочек взаимосвязей? Тогда ответьте на вопрос: если в вашей стране процентные ставки высокие, а в соседней — низкие, то какая валюта будет крепнуть? Понятно, вопрос непростой. Но предположим, в вашей стране наметилась тенденция к снижению инфляции. Что тогда? Правильно... Вот какие молодцы!.. Исходя из предыдущего описания, валюта вашей страны должна пользоваться у инвесторов спросом, т. е. расти по отношению к менее доходной валюте.

Итак, изменение темпов инфляции важно не само по себе, а ввиду возможного изменения процентных ставок в данной стране.

А как долго валюта может расти или падать? Ведь понятно, что в стране — стабильная инфляция, а ее валюта крепнет много лет подряд. Или понятно, что в стране страшные бюджетные и торговые дефициты, и когда-то по счетам придется платить. А между тем ее валюта все крепнет. Ответ неясен. Такое может происходить на протяжении многих лет, и это стандартная проблема финансовых рынков: *что-то может быть очевидно уже сегодня, но произойти только через несколько месяцев*. А иногда это очевидно сегодня... а через несколько месяцев становится неочевидно. А иногда... Напомним, у инвесторов, как мы говорили, есть один важный герой — он называется фактор Времени. Именно он отделяет наши решения от их цели.... И в эти промежутки происходит изменение оценки важности уже известных факторов и появление новых.

Вернемся к рассмотрению факторов, воздействующих на валютные курсы. Дороговизна внутренних процентных ставок приводит к тому, что валюта растет и из-за притока депозитов в страну, и из-за заимствований, которые делают корпорации этой страны за рубежом. С одной стороны, все понимают, что страна так долго не протянет и, стало быть, ее сила когда-то

¹ Тут возникает маленькая деталь, достойная упоминания. Представьте себе, что в вашей стране растет инфляция и к тому же дорожает валюта, поэтому растут цены и местных производителей, и цены на импорт. В такой ситуации находится сейчас Канада. Большая часть ее населения живет в приграничных с США районах. Поскольку канадский доллар очень подорожал, канадцы толпами еженедельно ездят за покупками в США. Значит, укрепление валюты не свидетельствует о росте благосостояния населения или силы экономики. Она часто укрепляется в странах со слабой экономикой, подверженной бюджетным дефицитам, в государствах с огромным бюрократическим аппаратом и т. д.

обернется слабостью, но, с другой — инвестиции продолжают, пока не произойдет что-то из рук вон плохое.

Кроме того, курс валюты может расти и по другим причинам. Например, она может считаться тихой гаванью в моменты политической нестабильности. Раньше во времена кризисных явлений такой гаванью считали доллар (рис. 8.2 и 8.3), и его курс рос, а теперь растет евро (рис. 8.4 и 8.5).

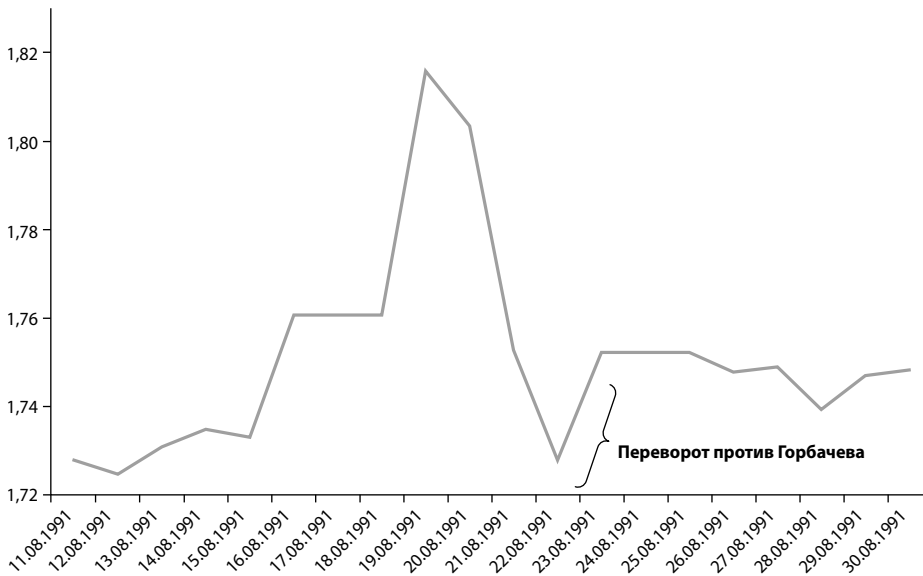


Рис. 8.2. Динамика курса доллар/немецкая марка во время переворота 1991 г.

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Причиной роста курса валюты также может быть назначение нового правительства, если рынок ожидает, что оно будет вести более разумную политику, чем прежнее.

Курс может вырасти ввиду роста цен на экспортируемое сырье, поскольку это увеличивает доходы правительства, что, как правило, ведет к снижению дефицита бюджета, меньшим заимствованиям правительства и росту цен его долга, т.е. падает его доходность, как это произошло в России.

Курс валюты может укрепиться из-за приобретения иностранцами местных компаний, которые, как правило, стоят дорого, и поэтому они вынуждены покупать местную валюту.

Заимствование за рубежом является еще одним фактором. В какой валюте выгоднее занимать — в дорогой или дешевой? В дешевой, т.е. в той, за долг в которой нужно платить более низкие процентные ставки. Значит, корпорации, муниципалитеты и т.д. будут выпускать облигации в той валюте, которая дешевле. Но финансировать-то свои расходы они будут в своей валюте.

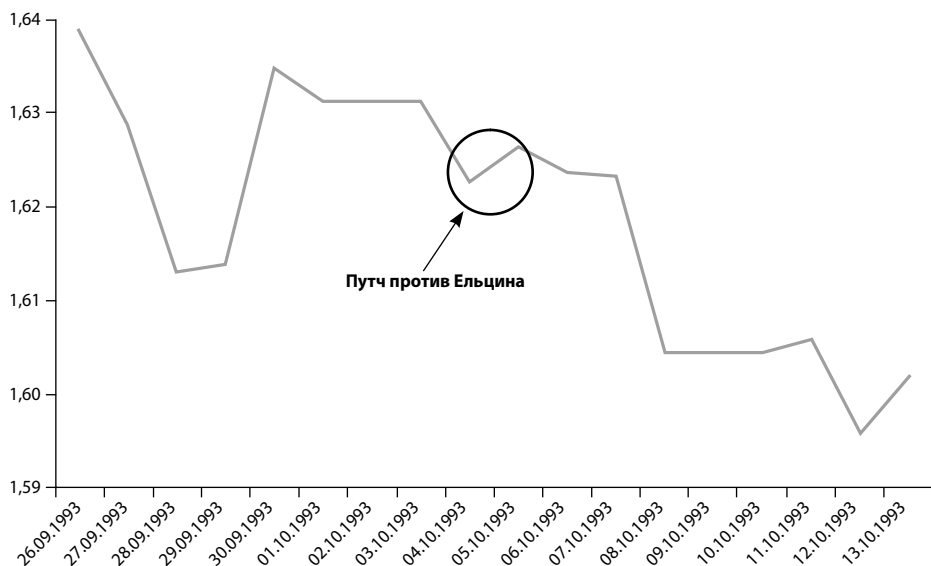


Рис. 8.3. **Динамика курса доллар/немецкая марка во время путча 1993 г.**
Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

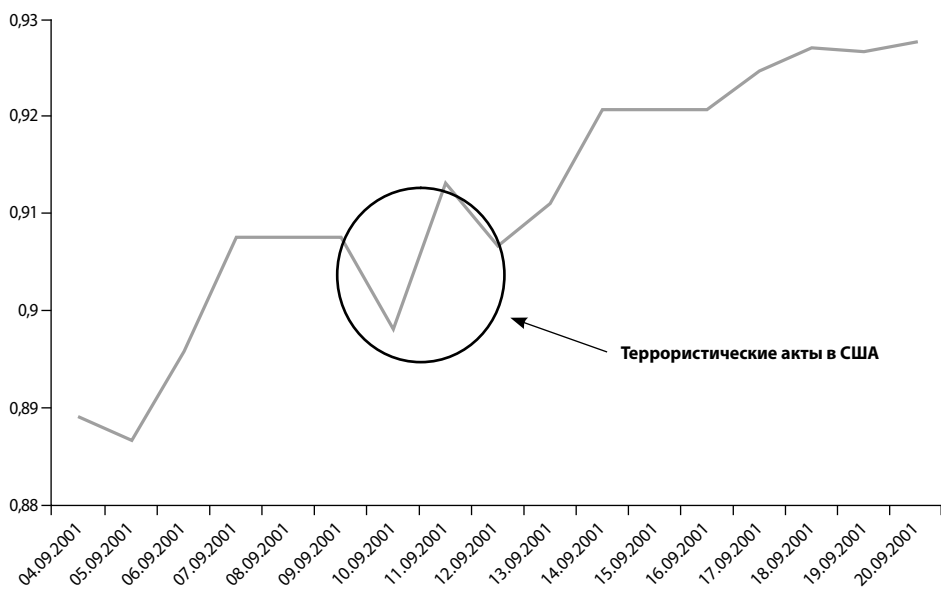


Рис. 8.4. **Динамика курса евро/доллар во время терактов 11 сентября 2001 г.**
Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

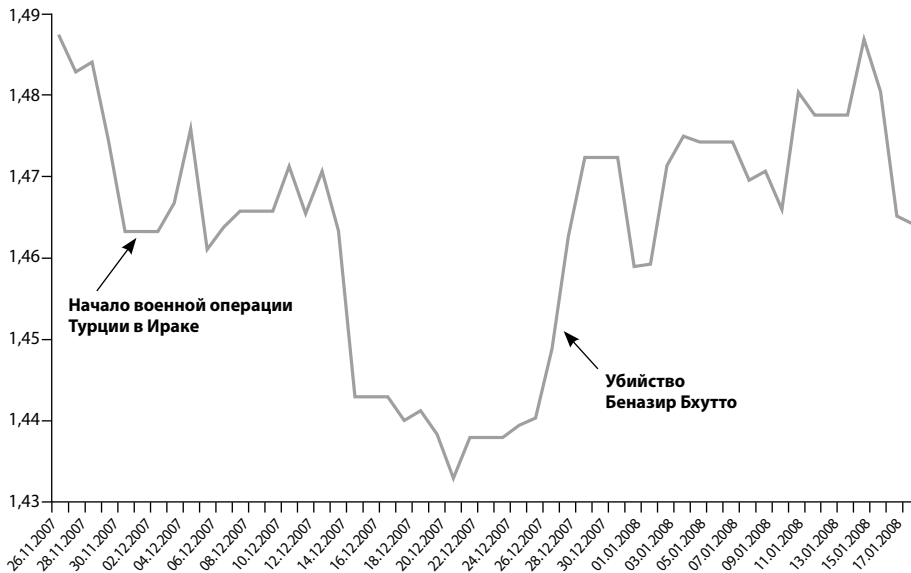


Рис. 8.5. Динамика курса евро/доллар с декабря 2007 г.

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Следовательно, им придется продать валюту с более низкими процентными ставками, чтобы купить дорогую. Стало быть, дорогая будет дорожать, потому что в конечном счете заемщики-резиденты будут покупать валюту своей страны.

Именно это послужило причиной долголетнего укрепления курса канадского доллара против американского: процентные ставки в США ниже, а следовательно, выгодно одолжить в долларах, конвертировав их затем в канадские доллары, т. е. продать за канадские доллары.

Итак, хотя инфляция является чуть ли не ключевым фактором изменения цен, причин для изменения курсов валют очень много, причем одно и то же обстоятельство может и свидетельствовать о силе экономики, и привести к падению валюты. Внезапное частное событие способно привлечь внимание рынка к перекупленности валюты и вызвать среднесрочный разворот тенденции, хотя событие-то малозначимое, а факторы для разворота были уже давно известны. Кроме того, в современном мире все страны взаимодействуют друг с другом, и экономические потоки очень запутанны. В такой ситуации инвестору очень сложно сделать выбор.

В связи с этим мы снова привлекаем ваше внимание к теории Доу: важно подразделять факторы на те, которые важны для краткосрочной и среднесрочной тенденции. Если так не рассуждать, то в вашей голове перемешается много равнозначных неупорядоченных факторов, и принимать решение будет сложно.

Печальный факт

Теперь, когда мы пробрались через все эти дебри, вспомнился коварный анекдот.

Мойше решил поехать к теще в Шепетовку. Пришел на вокзал, стоит в кассе, чтобы купить билет. Вдруг в здание вокзала входит Ицхак. «Ой! — думает Мойше. — У него в Шепетовке сестра, наверное, он едет туда же. Сейчас ко мне подсядет и всю дорогу будет трепаться. Скажу ему, что еду в Жмеринку, может, и не подсядет». Но потом Мойше подумал: «Ицхак болтливый, но умный. Если скажу, что еду в Жмеринку, он поймет, что я что-то скрываю, и решит, что я еду в Шепетовку. Лучше я ему скажу, что еду в Шепетовку, он решит, что я еду в Жмеринку, и отстанет».

Подходит Ицхак. «Здравствуй, Мойше, куда путь держишь?» — «В Шепетовку, Ицхак». Ицхак прищурился, посмотрел на Мойше и говорит: «Ах, Мойше, обманывать изволишь. Ты ведь и вправду едешь в Шепетовку!»

Этот анекдот — демонстрация логики, господствующей на валютном рынке. Иначе говоря, все, что было сказано выше, все-таки меньше относится к основной тройке валют (доллар, евро, иена). Под эту логику скорее подпадают Бразилия и другие развивающиеся рынки, инвесторы в которые пользуются более простой логикой: ставки вниз — покупай долгосрочные облигации, а для этого приобретай и реал.

Из трех основных валют с иеной непрофессионалам лучше вообще не связываться. В соревновании же между евро и долларом действует логика, противоположная бразильской: повышение ставки способствует укреплению валюты, а понижение ведет к ее слабости. Хотя в 1994 г. было наоборот... В общем, в Шепетовку!

Валютный форвард

Частным случаем инвестирования в валюты является инвестирование в валютные форварды. Вернемся к началу изложения.

Когда кто-либо покупает иностранную валюту, в обмен он продает национальную или любую другую валюту. Если вы — гражданин Соединенных Штатов, то, чтобы купить рубли, должны потратить доллары США. Поступая таким образом, вы упускаете возможность держать свои доллары на депозите и получать на них проценты. Вместо этого вы можете заработать проценты на депозите в рублях.

Предположим, процентные ставки банков по долларовым депозитам ниже, чем по рублевым. Тогда, одолжив доллары в американском банке, обменяв их на рубли и вложив в российский банк, инвестор получает прибыль, равную разнице между ставками по депозитам в рублях и долларах.

Но есть одна проблема: а что если в момент истечения ссуды и депозита поднимется цена доллара против рубля, т.е. курс доллар/рубль вырастет? Тогда дополнительного дохода, полученного от разницы в процентных ставках, может не хватить для компенсации убытка от обратного перевода долларов в рубли по невыгодному курсу. Вы можете застраховать себя, используя *форвард* — инструмент, фиксирующий обменный курс доллара на рубль на будущую дату! Если бы его стоимость была равна нулю, то получилась бы немедленная арбитражная прибыль. Но финансовые рынки не позволят вам заработать таким простым образом: форвард отразит разницу курсов. Иначе все бы занимались именно этим: одалживали валюты с низкой процентной ставкой, покупали на них валюты с высокой ставкой и хеджировали бы их форвардами, получая при этом гарантированную прибыль.

Итак, ставка доллара ниже, чем рубля. Купив у банка *доллар* по цене *будущего* периода, инвестор тем самым фиксирует для себя ставку, по которой он сможет купить доллар *в будущем*. Зная эту ставку, банк сегодня одалживает на рынке доллары и тут же продает их за рубли. Полученные рубли он держит на депозите, получая высокие проценты до наступления даты, зафиксированной в форварде. Поскольку процентный доход банка составит 100 базисных пунктов (1%), это значит, что за продажу ему права безрисковой покупки рублей в будущем (а следовательно, и возможность безрискового дохода на разнице в процентах) вы запросите форвардную (будущую) цену доллара — на 100 базисных пунктов ниже сегодняшней.

Если вы — инвестор, процедура та же самая, только для того, чтобы купить иены, вы занимаете доллары на рынке или в казначействе вашего банка. Как только вы получаете иену, то размещаете ее на депозит в японском банке, и депозит в иенах приносит вам определенный доход. Иначе говоря, вы теряете проценты по валюте, которую продаете.

Изложим материал немного по-другому. Предположим, вы планируете продержат иены на депозите в течение трех месяцев. Поскольку ставки по депозитам в долларах и иенах известны заранее, вы можете посчитать заранее, сколько иен вы будете иметь в конце периода. Сторона, которая купила у вас доллары, тоже знает заранее, сколько долларов она будет иметь в конце периода.

Взяв эти две суммы, вы можете рассчитать будущий обменный курс, по которому можно поменять валюты не на условиях спот, а на условиях трехмесячных депозитов. Этот курс должен включать в себя как ставки по депозитам в обеих валютах, так и текущий курс спот. В результате вам будет все равно, менять ли ваши доллары на иены сегодня или через три месяца. *Этот курс называется форвардным курсом.*

Поскольку ставки по депозитам в двух валютах различаются, текущий курс будет отличаться от форвардного курса на величину *форвардного дифференциала* (также называемого *своповые пункты*).

Расчет стоимости контракта на валютную форвардную сделку

Форвардный контракт гарантирует, что в определенный момент в будущем произойдет обмен одной валюты на другую по определенному сегодня курсу. Курс будет рассчитан по следующей формуле:

$$\text{Forward}(C_1/C_2) = \text{Spot}(C_1/C_2) \times [(1 + R_2 \times T/360) / (1 + R_1 \times T/360)]^1,$$

где

$\text{Spot}(C_1/C_2)$ — текущий курс спот (например, USD/JPY);

$\text{Forward}(C_1/C_2)$ — форвардный курс;

R_1 — сложная процентная ставка по Валюте₁;

(в нашем примере Валюта₁ — это USD, она также называется *иностранной* валютой);

R_2 — сложная процентная ставка по Валюте₂;

(в нашем примере Валюта₂ — это JPY, она также называется *домашней* валютой).

Другими словами, если

текущий курс спот USD/JPY составляет 110,00 (вы можете купить 110 иен за 1 доллар),

ставка по 3-месячному (90 дней) депозиту в долларах — 6% годовых,

ставка по 3-месячному депозиту в иенах — 3% годовых,

тогда

3-месячный курс форвард: $110,00 \times (1 + 0,03 \times 90/360) / (1 + 0,06 \times 90/360) = 109,18$;

своп (форвардный дифференциал): $109,18 - 110,00 = -0,82$.

Поэтому, если вы сегодня заключите сделку с расчетами через три месяца, то вы заключите ее по курсу 109,18, а не по 110,00, как если бы поставка валюты осуществлялась сегодня.

Во что лучше инвестировать: в спот или форвард?

Используя *форвардные контракты (форварды)*, инвесторы получают не только валютный курс, но и разницу процентных ставок валют, зафиксировав *форвардный курс* на свою валюту. Поскольку форвард и фьючерс — фактически один и тот же инструмент (только форвард торгуется на межбанковском рынке, а фьючерс — на биржевом), то инвестор может инвестировать в свою идею на валютном рынке, покупая валюту или через спот, или через фьючерс, или через форвард.

Что же ему выбрать? Тут следует понять взаимодействие денежного и форвардного рынков. Если инвестор покупает спот, то каждый день держания позиции выплачивает дневную разницу процентных дифференциала-

¹ Расчетный год для большинства валют состоит из 360 дней. Для GBP, AUD, NZD и некоторых других валют на новых рынках он равен 365 дням.

лов (разницу между дневными ставками депозитов), а в случае форварда/фьючерса он платит контрагенту или получает от него эту разницу один раз за срок этого контракта. Если он ожидает, что разница процентных ставок будет сокращаться, то ему выгодно покупать валюту, приносящую хороший форвардный дифференциал на срок контракта. А если он думает, что дифференциал будет расти, то лучше покупать спот.

В чем интерес инвестиций в валюты

Теперь, когда мы пространно объяснили, почему инвестировать в валюты сложно, поясним, почему это полезно. Для этого есть несколько причин. Первая и основная — это хорошее упражнение для торговли.

Валютный рынок на главные валюты очень ликвидный, а потому спред за вход и выход очень узкий. Следовательно, те, кто хочет торговать, не несут слишком высокие транзакционные расходы.

Валютный рынок менее волатильный, чем рынок акций, а следовательно, на нем можно учиться, не опасаясь больших потерь.

Валютный рынок по-своему уникален с точки зрения возможности инвестировать в длинные и короткие позиции. На акциях и в облигациях привычнее покупать и держать, т.е. навыки входа и выхода из позиций, а также изменения взглядов очень ограничены. Особенно ценен навык продавать в «короткую», который легче всего отрабатывать на валютах.

Наконец, вы можете получить информацию по рынкам валют на сайте <http://www.oanda.com>, <http://www.investormonitor.ru>.

Как находить инвестиционные идеи

Страны с высокими процентными ставками и устойчивой экономикой

На самом деле, обсуждая разные причины роста и падения курсов валют, мы уже предложили вам источники инвестиционных идей. Прочитав этот опус по взаимодействию разных факторов в торговле валютами, вы, наверное, согласитесь, что сигналы получаются довольно противоречивыми. Проблема как раз в том, что на основании одной и той же идеи можно покупать сегодня и продавать завтра.

Поэтому инвестируйте в простые ситуации, а не используйте высоко-спекулятивные возможности типа продажи евро против доллара. Это спекулятивная идея, а угадать движение валют непросто.

Однако, если вы верите, что снижение ставок в Бразилии продолжится, идея купить реал — довольно интересная (рис. 8.6).

Многие небольшие страны предлагают интересные возможности. Экономика Азербайджана и Армении была стабильной, тем не менее по депозитам в эти валюты платят высокие процентные ставки и курс валют этих стран растет. Это — тоже интересная история (рис. 8.7 и 8.8).

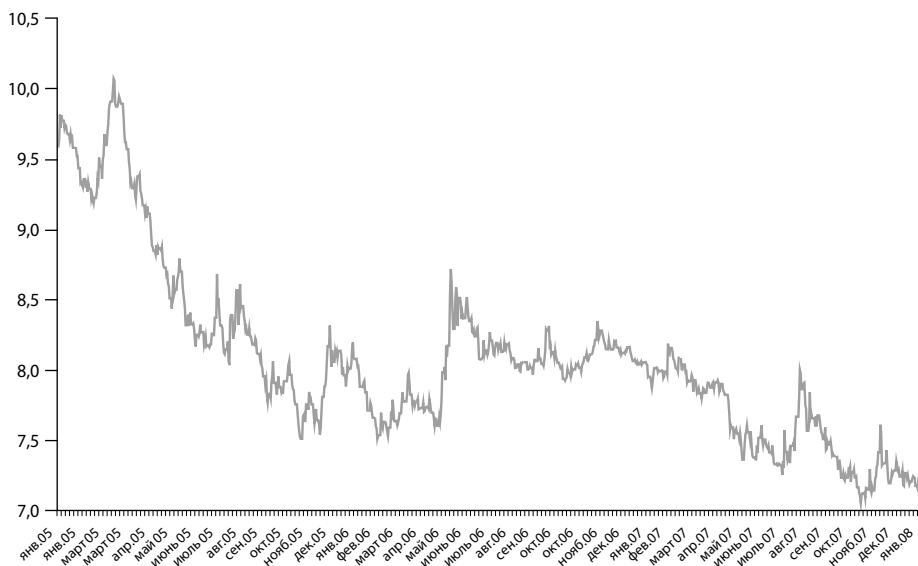


Рис. 8.6. **Динамика курса рубль/бразильский реал (×100) с 2005 г.**

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

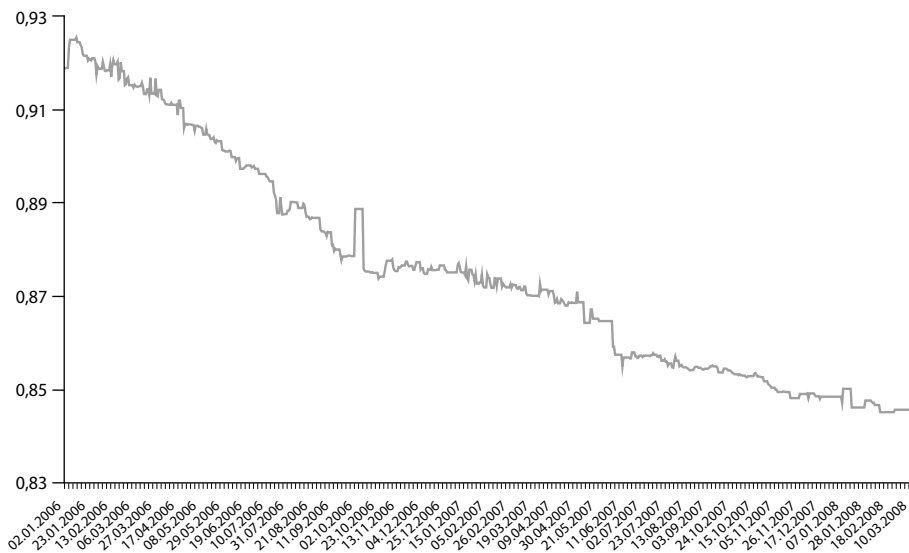


Рис. 8.7. **Динамика курса доллар/азербайджанский манат с 2006 г.**

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

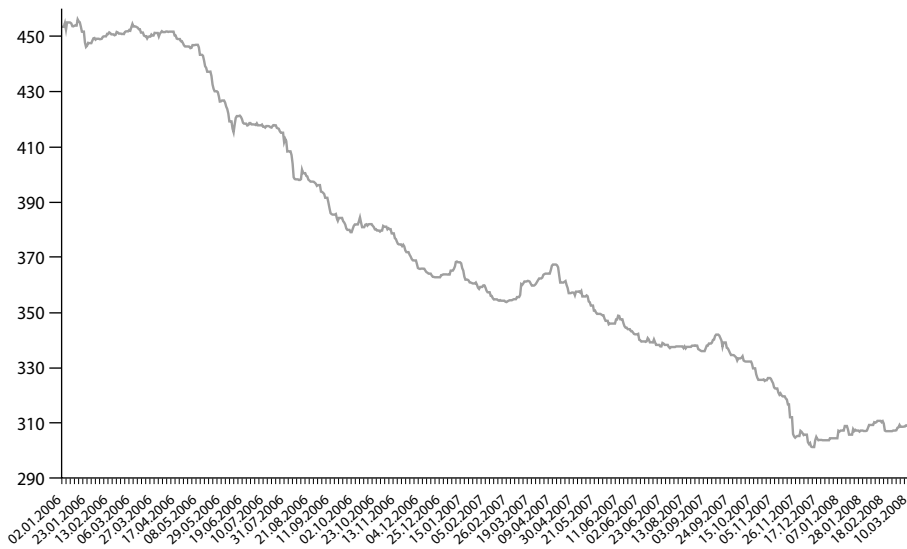


Рис. 8.8. Динамика курса доллар/армянский драм с 2006 г.

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Страны, выходящие из сложной политической ситуации

Инвестиционная история для сильных духом — Кения. Эта страна считалась одним из оплотов стабильности на африканском континенте, но в декабре 2007 г. межобщинные беспорядки, связанные с выборами, вызвали продажи кенийских активов.

Если вы верите, что истории, связанные с выборами, заканчиваются восстановлением стабильности, то это — тоже интересная инвестиционная идея (рис. 8.9).

Страны, которые борются с инфляцией

Посмотрим на Китай. Пока торговые дефициты так велики, США и страны Евросоюза будут вынуждать Пекин повышать курс юаня (рис. 8.10). Раньше Китай сопротивлялся, поскольку низкий валютный курс способствовал экспорту. Теперь же рост курса юаня помогает Китаю сдерживать инфляцию, борьбу с которой китайские власти считают приоритетом.

Купить эту валюту непросто, но при желании брокерские фирмы предлагают схемы входа. Эта история, наверно, затянется на несколько следующих лет.

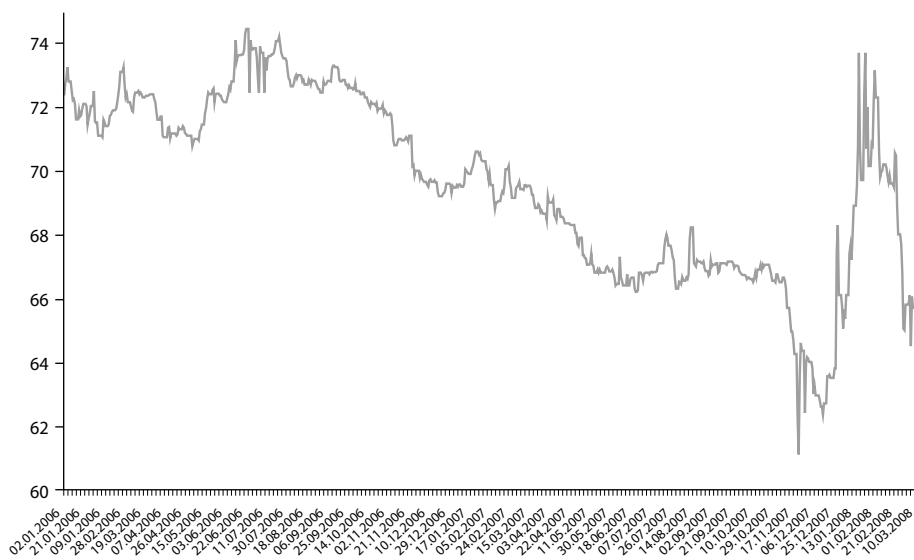


Рис. 8.9. **Динамика курса доллар/кенийский шиллинг с 2006 г.**

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

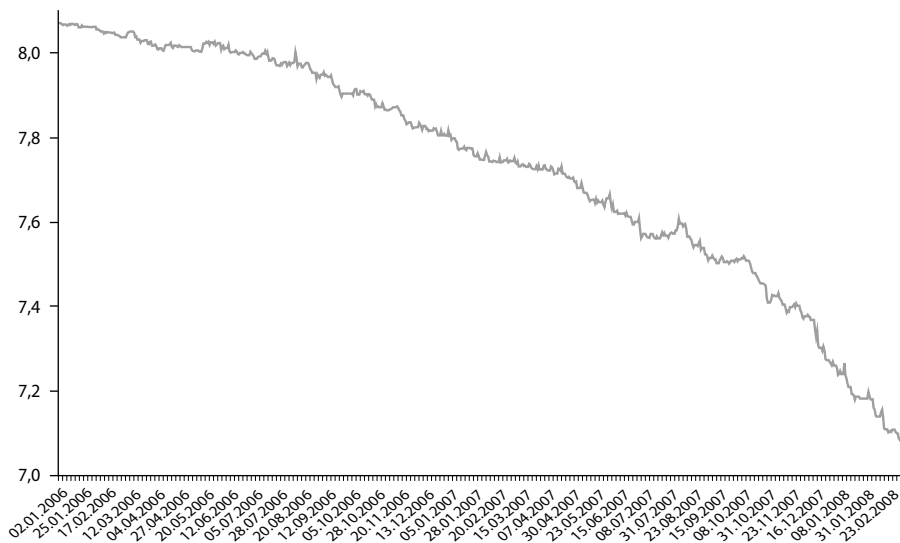


Рис. 8.10. **Динамика курса доллар/китайский юань с 2006 г.**

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Глава 9

ИНВЕСТИЦИИ В СЫРЬЕ

Приходите с деньгами — уходите с впечатлениями.
Лозунг, которым должны приветствовать инвесторов в сырьевые фьючерсы

Фьючерсы как финансовый инструмент

Сравнение фьючерсов и форвардов

Форварды и фьючерсы — братья-близнецы — служат одинаковым целям: зафиксировать сегодня цену, по которой будет произведена оплата или поставка в будущем. Поэтому и соотношения цен между периодами рассчитываются по похожим методикам, и соответственно, кривые цен похожи. Основное же их различие — это порядок обращения: фьючерсы используются на биржах, а форварды — на межбанковском рынке.

Есть и другие различия. Форварды — более гибкий инструмент; с их помощью можно установить любые даты окончания контрактов (для фьючерсов фиксируется одна дата окончания на месяц), а также любой объем, точку поставки и т. д.

Например, максимальный срок окончания (исполнения) фьючерсов — не более 18 месяцев, а форвардные контракты заключаются между двумя компаниями по обоюдному согласию, и значит, ограничений по срокам нет. Известны случаи заключения сделок более чем на пять лет.

Цены на форвардном рынке на один и тот же контракт в данный момент времени могут варьироваться, поскольку трейдеры выставляют цены в зависимости от своих позиций. У биржевого рынка есть свои значимые преимущества. На биржах цена и спред (разница между ценой, по которой трейдер покупает, и ценой, по которой он продает) на данный контракт в конкретный момент времени одинакова для всех. Кроме того, биржи считаются более надежными контрагентами, чем в среднем контрагенты на внебиржевом рынке. Это достигается стандартизацией залогов для всех участников рынка, что уравнивает их кредитоспособность и обеспечивает равный доступ к котировкам.

Рынки фьючерсов

Современный биржевой рынок фьючерсов существует с середины XIX в. Именно тогда фермеры стали использовать их для защиты своих доходов от колебаний цен на рынках сельскохозяйственной продукции.

Фьючерсы бывают с денежными расчетами и натуральными выплатами (непоставочные и поставочные соответственно). Разница заключается в порядке выплат при закрытии контрактов.

В первом случае покупатель получает (или выплачивает) деньгами разницу между обозначенной в контракте ценой и ценой, на которой закрылась биржа в день окончания контракта.

Во втором случае покупатель может получать или деньгами, или непосредственно продуктом. Если он предпочитает получить продукт, биржа индоссирует на его имя складские свидетельства оговоренного в договоре склада в оговоренных количествах. Он же взамен платит за это оговоренную в договоре цену покупки.

Например, месяц назад вы заключили контракт на продажу 15 июня золота по цене \$945 за унцию. Сегодня 15 июня, и биржа при закрытии зафиксировала цену на уровне \$940 за тройскую унцию. Ваш контракт будет закрыт, и на ваш счет биржа внесет \$5 (945–940).

Другой пример. Месяц назад вы заключили контракт на покупку 15 января нефти по цене \$92 за баррель. В отличие от золота, контракты на нефть подлежат денежному и натуральному закрытию. Сегодня 15 января, и биржа при закрытии зафиксировала цену на уровне \$94 за баррель. Ваш контракт может быть закрыт, и на ваш счет биржа внесет \$2 (94–92), либо вы можете затребовать предоставление складских свидетельств на сумму контракта. После этого вы внесете \$92 (цену покупки), и вам отгрузят нефть на складе биржи.

Фьючерсы на многие финансовые продукты (валюты, индексы акций) являются денежными, тогда как фьючерсы на товарные продукты чаще предоставляют возможность и денежного, и натурального закрытия контрактов.

Как мы уже говорили, торговля фьючерсами происходит только на биржах. Они очень жестко контролируют финансовое положение своих клиентов и требуют от них залогового обеспечения. Поэтому биржи имеют высокие кредитные рейтинги.

На каждой из них — свои порядки, но все они четко оговаривают стандарты фьючерсных контрактов по каждому продукту, шкалу изменения цен, стоимость контрактов, порядок их закрытия, величину маржи (кредитного плеча) и др. В случае товарных контрактов также определяются качество продукта, складские требования, склады биржи и т. д. Поэтому даже если описание и порядки обращения фьючерсных контрактов на один и тот же продукт отличаются в зависимости от биржи, структура этих контрактов (требования к сырью и т. д.) в основном одинакова.

Важная характеристика фьючерсных контрактов — наличие «плеча». Как правило, для предварительной покупки контракта необходимо внесение не более 10% от объема контракта. При этом покупатель, цена контракта которого падает, должен дополнительно внести на биржу определенную сумму, гарантирующую его платежеспособность. Аналогичные требования предъявляются и к продавцу, если цены вырастут.

При невнесении дополнительных средств биржа имеет право в одностороннем порядке закрыть позицию клиента по рыночной цене, существующей на тот момент. Реализованный остаток вносится на счет клиента. Например, если вы заключили контракт на продажу 15 января золота по цене \$945 за унцию и его цена поднялась на 10% (т.е. движется против вас), надо внести еще \$30 для покрытия риска биржи. Если цена возвращается к \$945, дополнительно внесенные \$30 вам возвращаются.

В положении о контракте биржи объясняют, на какое число месяцев вперед существует фьючерсный контракт и в какие дни он заканчивается. Во избежание попадания контрактов на выходные дни фиксируется конкретный день недели как дата их окончания.

Как правило, одновременно торгуются фьючерсные контракты на один базовый актив с несколькими датами окончания. Например, январский, февральский, мартовский, июньский и сентябрьский.

Можно сказать, что фьючерсные контракты имеют «имя и отчество». «Именем» служит срок закрытия (исполнения) контракта, а «отчеством» — базовый актив. Например, «мартовская топливная нефть» означает контракт на топливную нефть, истекающий в четвертый вторник марта. Другой пример — «январская EUR/USD», что означает январский контракт на евро против доллара.

Ценообразование фьючерсных контрактов

Теоретические цены фьючерсов

Базисными элементами цен на фьючерсные контракты являются: цена на продукт в день заключения контракта; стоимость финансирования покупки между днем покупки и днем закрытия контракта; стоимость хранения товара (для сырьевых деривативов) на день закрытия контракта. Например, если цена нефти сегодня (1 апреля) составляет \$100 за баррель, ее месячное хранение стоит \$0,15 за баррель, а месячное финансирование — \$0,13 за баррель, то сегодняшняя цена этой же нефти, но на 1 июня, должна быть равна \$100,56 ($100 + 0,15 \times 2 + 0,13 \times 2$). В этом случае вам безразлично, покупать ли нефть сегодня с последующей выплатой стоимости финансирования покупки (или стоимости отвлечения собственных средств) и стоимости складирования или заключить контракт на поставку вам нефти 1 июня.

Если использовать подсчеты такого рода, можно высчитать цены не только на июнь, но и на любую дату в будущем. Так, на 1 мая эта цена будет $100,28 (100 + 0,15 \times 1 + 0,13 \times 1)$, на 1 июля эта цена будет $100,94 (100 + 0,15 \times 3 + 0,13 \times 3)$. Результаты этих подсчетов можно изобразить в графике, показывающем соотношение цен на каждый период, и таким образом получить расчетную *кривую цен*.

Кривые цен на сырьевых рынках

На валютных рынках кривые зависят только от сегодняшнего курса и соотношения процентных ставок двух валют, т. е. практические и теоретические ставки совпадают¹. В отличие от них, на сырьевых рынках рыночные кривые не совпадают с теоретическими. Последние отражают сегодняшнюю стоимость поставок в будущие периоды на рынках товарных фьючерсов при условии неизменных расценок за хранение и ставок банковского процента. Но стоимость отличается от цены из-за рыночных ожиданий спроса и предложения. Поэтому, если сегодня рынок прогнозирует рост спроса на бензин в июле (ввиду летнего пика автопутешествий), то цена на бензин июльской поставки будет выше теоретической. В то же время, если к концу сентября бензохранилища будут переполнены, цены на октябрьскую поставку могут упасть ниже теоретических цен.

Таким образом, когда мы говорим о кривой цен на сырьевых рынках, то имеем в виду соотношение цен разных периодов, установленных рынком *на основе спроса и предложения, а не теоретических расчетах себестоимости, как в случае валют*. Базой таких расчетов является сегодняшняя цена. Но она — результат балансирования между спросом и предложением *на сегодняшний день*, а не чем-то неизменным, и мало зависит от себестоимости производства нефти.

Типичным примером влияния на соотношение спроса и предложения являются финансовые манипуляции. Например, количество нефти на складах, обслуживающих данную биржу, может быть меньше объема проданных фьючерсных контрактов. Это нормально, потому что значительная часть участников биржи — финансовые спекулянты, не претендующие на физическое получение нефти. Но иногда забастовки, катастрофы или другие неожиданные факторы замедляют график нормальных поставок нефти на склады.

¹ На рынках акций и облигаций кривые цен будущих периодов на актив строятся по принципам, которые в целом ближе к принципам валютных рынков. Они зависят от текущих процентных ставок, т. е. стоимости финансирования позиций. Исключение составляют краткосрочные отрезки кривой. На короткие сроки периодически возникает потребность в конкретной ценной бумаге, например, ее хотят занять для продажи в «короткую». Как правило, платой за заимствование является то, что заемщик «готов уплатить за нее», профинансировав дешевле, чем предполагает кривая. В этом случае цена ее заимствования, а точнее, ставка финансирования зависит от спроса и предложения. При этом для дальних периодов рыночная кривая цен может совпадать с теоретической.

Поскольку объем реального потребления не снижается, финансовые спекулянты, продавшие нефтяные контракты, но не владеющие нефтью для поставки, должны либо купить нефть и доставить ее в хранилище, либо выкупить свой контракт. А что если владельцы фьючерсов их не продают? Например, они требуют поставки нефти (или другого сырья), причитающейся им по купленным контрактам? В этом случае финансовые спекулянты оказываются в тяжелой ситуации, и цены на контракт, близкий к окончанию, взвинчиваются на 10–15%.

Я. Хаманака, известный японский трейдер на рынке меди, несколько раз в 90-е гг. скупал фьючерсы и предъявлял их к поставке. Продавшие контракты спекулянты вынуждены были выкупать их у него по ценам, выходящим за пределы разумного. Другим хрестоматийным примером является история спекуляций серебром братьями Хант. В 1979–1980 гг. они смогли поднять цену серебра с 10 до \$50 за тройскую унцию, и только вмешательство Анти-монопольного комитета США заставило их прекратить свою спекуляцию.

Таким образом, частным инвесторам нужно быть очень осторожными в период, близкий к поставке. Рекомендуется за несколько дней до окончания контракта переносить свою позицию в следующий контракт, т. е. закрывать текущий и открывать следующий. Это стандартная сделка, и брокеры легко объяснят новичкам, как ее совершить.

Как уже говорилось, теоретическая кривая цен реально совпадает с рыночной на рынке валют, но не на рынках сырья. На сырьевых рынках о конфигурации кривой цен говорят как о плоской, когда она соответствует теоретической; выпуклой (контанго), когда текущие цены ниже теоретических (превышение предложения); и вогнутой (бэквордацией), когда текущие цены выше теоретических (превышение спроса) (рис. 9.1).

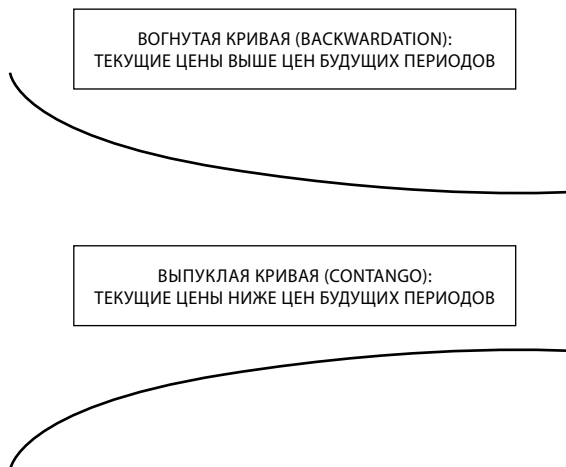


Рис. 9.1. **Формы фьючерсных и форвардных кривых на сырьевых рынках**

Как мы обсуждали выше, поведение кривой зависит от текущего соотношения спроса и предложения на данный продукт и от ожиданий на будущее. Например, в условиях недостаточных поставок нефтепереработчики готовы заплатить высокую цену за сырье, поскольку даже временная остановка завода обходится очень дорого (образуется вогнутая кривая — бэквордация). С другой стороны, при высоком уровне добычи на фоне слабого спроса невостребованные баррели отправляют на нефтехранилища, а цены падают (образуется выпуклая кривая — контанго).

Рассмотрим другую ситуацию: становится известным прогноз, что Ирак близок к возобновлению полномасштабной продажи нефти. Это значит, что через три месяца на рынки поступит дополнительная нефть. Такое объявление повлечет за собой падение цен на нее по всей кривой, но начиная с той даты они упадут непропорционально ниже, поскольку на сегодняшние потребности нефти будущие поставки сказываются только в той мере, что ее не будут закупать впрок, а в остальном потребности удовлетворяются исходя из существующих ресурсов. Получится, что нефть отдаленных периодов поставки дешевле более близких. Кривая окажется вогнутой (бэквордация).

Например, в 1998–1999 гг. на рынке наблюдался переизбыток нефти, вызванный нескоординированной деятельностью стран ОПЕК, скандалом вокруг программы ООН «Нефть в обмен на продовольствие», в рамках которой Ираку, находившемуся под международными санкциями, разрешалось продавать часть своей нефти для закупок продовольствия и медикаментов, а также экономическим кризисом в Юго-Восточной Азии. Нефтехранилища были заполнены, и в качестве резервуаров приходилось использовать танкеры. Форвардная кривая цен стала выпуклой (контанго).

Когда же в 2000–2001 гг. страны ОПЕК заняли агрессивную позицию на рынке, цены на нефть резко выросли. Особенно это сказалось на текущих ценах. Рост цен наблюдался и для пятилетних форвардов, но был не так заметен. В результате возникла бэквордация.

Роль информации на сырьевых рынках

Как мы уже говорили, на финансовых и сырьевых рынках информация играет очень важную роль. К сожалению, значительная ее часть носит бредовый характер.

Однажды знакомый начал торговать фьючерсами на хлопок. Через несколько дней их цена резко выросла. Оказалось, что был опубликован комментарий, автор которого предположил, что ввиду роста благосостояния китайского населения резко увеличится потребление еды. Люди начнут толстеть, а если все население Китая прибавит по одному сантиметру в толщину и купит по лишней футболке, то производимого хлопка будет недостаточно. Эта идея шокировала рынок, и цены взлетели на несколько процентов в течение считанных часов!

Таким образом, цены фьючерсов подвержены быстрым изменениям из-за частых слухов и домыслов типа того, что китайцы могли потолстеть, индусы — лишиться сахара, Ньютон присутствовал на казни короля, и т. д.

Очень часто это вполне справедливые идеи, только ничем не обоснованные, и поэтому неясно, когда они могут стать постоянным фактором, воздействующим на цены, а не мгновенной спекулятивной новостью. Может быть, такое происходит из-за отсутствия жесткого регулирования на рынках фьючерсов. На небольших рынках сырьевых продуктов крупные игроки, пользуясь своим влиянием, навязывают свои правила, распускают слухи, т. е. манипулируют ценами и ликвидностью.

Однако, даже если есть надежная информация, зарабатывать на ней деньги совсем непросто.

Автор имел честь быть соседом по офису выдавшего вида брокера, который на протяжении десяти лет был одним из крупнейших посредников на рынках сахара. Его клиентская база состояла из почти всех крупнейших игроков во всем мире. Он заранее знал о многих событиях и честно рассказывал о них в своих письмах клиентам.

Однажды во время беседы брокер признался, что никогда не торговал сахаром на основании своей информации, поскольку не мог угадать движение цен. Мы ухватились за его предложение говорить нам, что, с его точки зрения, является новой для рынка информацией (опять теория эффективного рынка — в действии), т. е. что может «двинуть рынок». Однако за полгода нам так и не удалось заработать на столь привилегированных комментариях.

Обсудив сложность трактовки текущей информации, следует вернуться к нашей любимой теме о вреде, который причиняют инвесторам долгосрочные прогнозы. Стоит отметить, что прогнозы о росте цен на сырье из-за роста благосостояния китайского населения существовали давно. Всплески страха перед грядущим охватывали рынки не только хлопка, но и всех других сырьевых категорий. Наконец это произошло, и теперь все говорят, что из-за роста китайской экономики резко выросли цены на сырье. Но этот рост-то начался сравнительно недавно, точнее, лет через 20 после появления предсказаний. А ведь еще недавно, в 1999 г., нефть стоила менее \$10 за баррель, и о факторе китайского спроса тогда все забыли, хотя такие прогнозы были. Таким образом, ушло почти 20 лет на то, чтобы Китай, экономика которого почти ежегодно на протяжении этого периода времени росла со скоростью 10–12%, стал одним из факторов, определяющих цены на нефть.

В последние год или два Китай начал также потреблять все больше продуктов питания. Рост цен не заставил себя ждать и в этой области. В этом виден явный просчет правительства США. Видите ли, на протяжении десятилетий существует запретный список технологий, которые не подлежат продаже Китаю. Однако главного-то «энти стратехи» и не заметили: ЛОЖКИ нельзя было продавать! Ели бы себе люди палочками. Им хорошо, и десять рисин враз не съешь. А теперь — дело пропащее! Когда миллиард людей

переходит с палочек на ложки, цены растут даже на то, что ложками не съешь, — просто так, из солидарности (рис. 9.2 и 9.3).

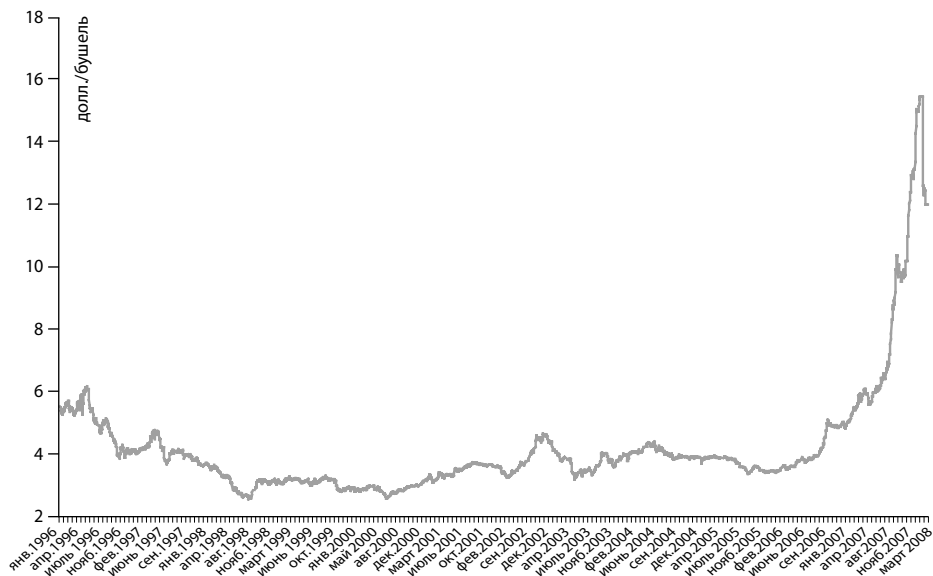


Рис. 9.2. Котировки пшеницы

Источник: Блумберг

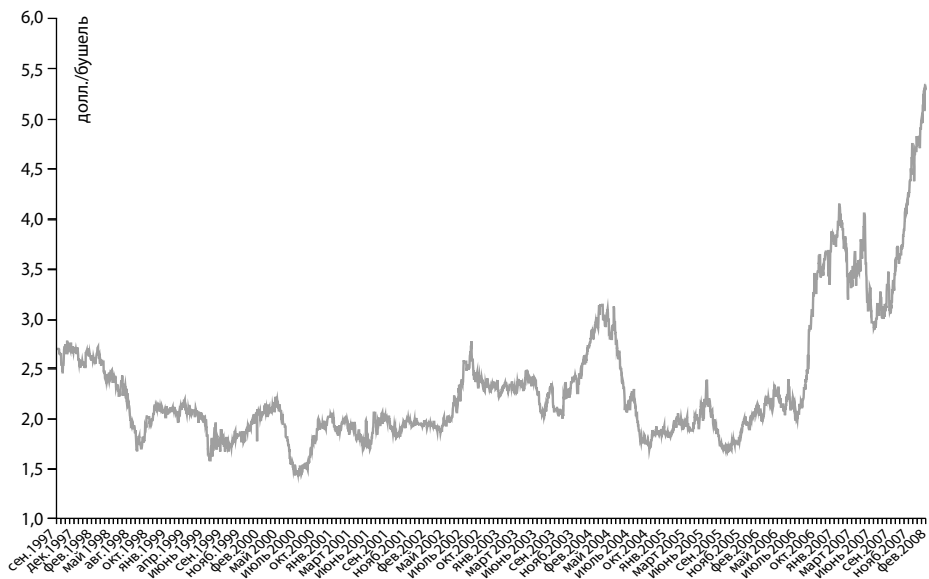


Рис. 9.3. Котировки кукурузы

Источник: Блумберг

Таким образом, изучая рынки фьючерсов, помните, что многие низколиквидные рынки в наилучшей степени демонстрируют превосходящее значение анализа ликвидности и по сравнению с фундаментальным, и по сравнению с техническим анализом (о них мы говорим позже). В ближайшее время вы сможете получить информацию по поведению сырьевых рынков на <http://www.investormonitor.ru>.

Как находить инвестиционные идеи

Инвестируйте с учетом среднесрочной тенденции

Фьючерсы на сырье — хороший предмет инвестиций. Сейчас (см. рис. 9.2 и 9.3), похоже, еще нужно покупать фьючерсы на сельскохозяйственные продукты. Однако на примере сырья видно, как склонны новости, связанные с сырьем, к сенсациям. В популярной прессе частенько встречается версия о том, что развивающиеся страны не только повышают уровень жизни и на каждом углу строят небоскребы, но еще и потребляют... больше еды.

Конечно, потребление развивающихся стран играет ведущую роль в росте цен, но оно дополняется многими другими факторами. Например, увеличение цен на нефть (рис. 9.4) приводит к очень высоким затратам на горюче-смазочные материалы при производстве продуктов питания.

Решение производить из растительного сырья биотопливо тоже ведет к росту спроса на сырье, из которого производят продукты питания. А ведь чем дороже нефть, тем выгоднее производство его заменителей, в том числе переработка «зеленки в чернила». Кстати, поскольку падение доллара ведет к росту цен на нефть, получается, что слабый доллар также является фактором роста цен на питание¹.

Если вы оседлали тенденцию роста сырья, старайтесь из нее не выходить несколько месяцев, поскольку сырьевые рынки идут длинными циклами.

Единственное, вам следует знать об одном очень неприятном моменте. Он даже хуже, чем «поперед батьки...», а по значению ближе к «по самое не балуйся». Дело в том, что ввиду неликвидности фьючерсы на сырье периодически зашкаливают. В дни огромного спроса или предложения цены открываются с «разрывом», т. е. очень далеко от цен закрытия. В такие моменты организаторы торгов закрывают рынок до следующей сессии, т. е. на весь день. Таких дней может быть много: рынок открывается, цена фиксируется на уровне максимально разрешенного отрыва цен, и рынок тут же закрывается. Говорят, что фьючерсы на лес однажды невозможно было

¹ С другой стороны, низкий доллар как будто бы помогает сдерживать цены на питание: США экспортирует их так же, как и страны Латинской Америки, следовательно, продукты, приходящие из долларовой зоны, будут дешевле. Это, правда, не совсем надежный довод, как показала Аргентина, правительство которой резко ограничило вывоз мяса, тем самым сдержав рост его цен на внутреннем рынке до мирового уровня.

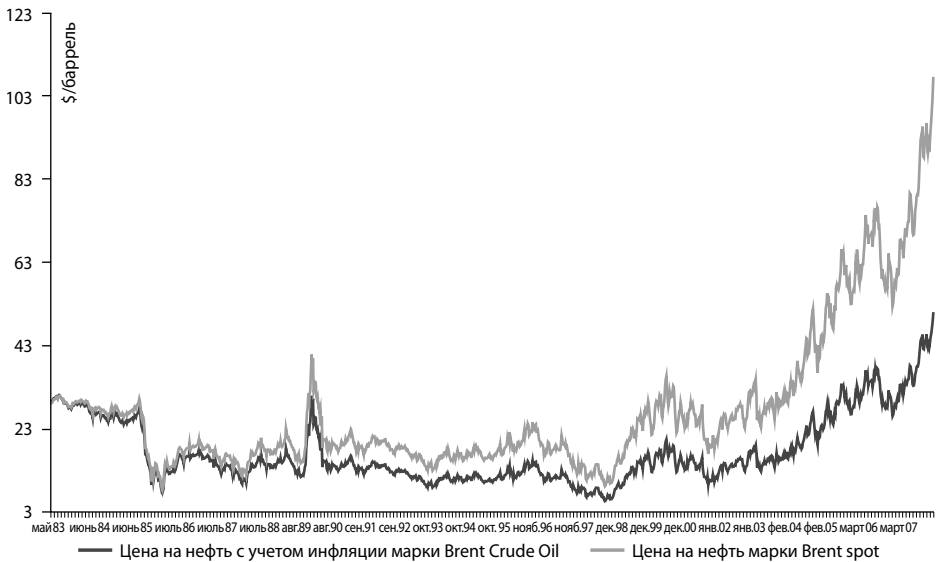


Рис. 9.4. Цена на нефть с учетом инфляции и без нее с 1983 г.

Источник: Блумберг

купить в течение более чем двадцати сессий, когда цена шла вверх, а через какое-то время, когда цена опускалась вниз, владельцы не могли их продать почти десять сессий подряд.

Представьте себе это незабываемое ощущение свободного взлета или свободного падения! Летишь и не знаешь, куда тебя несет и когда ты приземлишься. Поэтому, если вы выбираете торговлю не очень ликвидными фьючерсами, побольше пытайте своего брокера об истории поведения этого продукта, и если такие моменты случаются, исходите из них, когда определяете размер своей позиции.

Если не возражаете, на примере нефти мы еще раз акцентируем ваше внимание на опасности построения инвестиционной стратегии на очень долгосрочных тенденциях цен. Не все тенденции являются настолько живучими, как кажется в момент эйфории. Например, все высказывают опасения, что спрос со стороны возникающих экономик высок и неизбежно взвинтит цены на нефть. Некоторые предсказывают, что уже в 2008 г. ее цена составит \$200 за баррель. Кто-то даже подсчитал, что цены на нефть при сегодняшних темпах роста мировой экономики и с учетом разведанных резервов могут достичь \$1500 за баррель. Но, как мы знаем из теории Доу, среднесрочные тенденции могут противоречить долгосрочным на протяжении долгих лет. Так, эффективность использования нефти растет, вводятся альтернативные источники энергии, внедряются новые технологии ее добычи и переработки, поэтому может произойти много событий, которые резко изменят долгосрочные ожидания. Не верите?

Вы думаете, прогнозы астрономических цен на нефть не существовали в 1970-е гг., когда цены на нефть били все рекорды? Представьте себе, что вы поверили таким прогнозам и купили фьючерсы на нее. На рисунке 9.4 видно, что с учетом инфляции за прошедшие 35 лет \$75 за баррель, т.е. цена нефти в пик ее роста четверть века назад — это ниже, чем примерно \$100 за баррель сегодня. Иначе говоря, если, основываясь на точно таких же ожиданиях, вы купили нефть в пик энергетического кризиса в 1970-е гг., то только сегодня начали бы зарабатывать. А за это время цена на нефть падала и до \$9 за баррель!

Этот пример демонстрирует инвестиционную аксиому: *оценка ценности суждений меняется в зависимости от момента времени, в который они рассматриваются.*

Тем не менее еще раз акцентируем ваше внимание о том, что при каждом подъеме экономического цикла цены на сырье, как правило, растут, поэтому у вас есть возможность заработать на среднесрочных тенденциях примерно два раза в десятилетие.

Межпродуктовые спреды

Может случиться так, что, разглядывая графики цен металлов (рис. 9.5), вы увидите, что на цинк они растут, в то время как на другие металлы стабилизировались или даже падают. У вас возникает идея купить самый дешевый и продать самый дорогой (цинк).

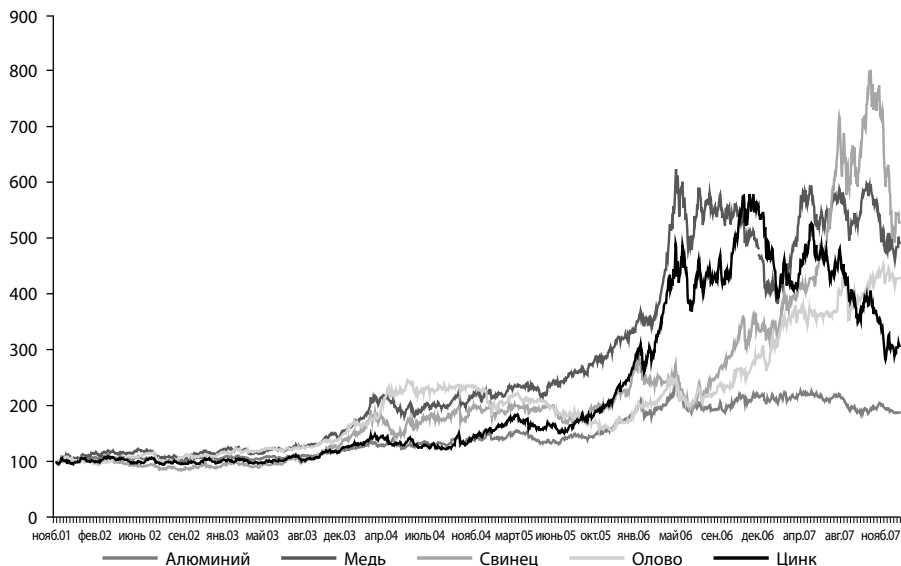


Рис. 9.5. Индексы доходности металлов по оценке Credit Suisse

Источник: Credit Suisse

В таком случае, если цены пойдут вверх, вы надеетесь, что цена на купленный дешевый металл вырастет быстрее, чем на проданный дорогой. Если же рынок упадет, то цена на дорогой металл упадет больше, чем на дешевый.

Однако при ближайшем рассмотрении становится видно, что ваш успех во многом зависит от точки входа в рынок и от того, до какой степени вы можете терпеть убытки. Межпродуктовые спреды могут быть очень волатильными.

Чтобы торговать одним типом сырья против другого, требуются очень хорошие знания потоков ликвидности рынка. Наш рассказ о сложностях получения прибыли и ее зависимости от понимания механики на рынке сахара — лучший пример того, как непросты даже базовые рынки сырья. Что уж говорить о спредах, когда вы должны угадать динамику сразу двух продуктов.

Может быть, вы никогда и не планировали торговать спредами, но зато частенько мы инвестируем, фактически прибегая к той же идее, но даже не замечая этого. К де-факто спредовой торговле побуждает инвестиционная идея другого рода. Например, вы ожидаете роста инфляции. Если так, то вам лучше продать государственные облигации, которые должны быть *напрямую* подвержены влиянию подобной новости. Но вы не любите ими торговать. Горя желанием воплотить свое видение в инвестицию, вы вспоминаете старую аксиому, что лучшей страховкой от инфляции является золото, и поэтому его покупаете. Таким образом, вы избираете *косвенный* механизм воплощения вашей идеи.

На самом деле на рынке существует масса подобных «аксиом», только большинство из них сложилось когда-то в других условиях и редко подтверждалось в последние годы... Все эти истории должны проверяться хотя бы с помощью базового корреляционного анализа, иначе они — просто «крючки» наподобие правдоподобной истории о связи казни короля с открытием Ньютона.

Мы уже говорили, что вложение в один актив на основе прогноза поведения другого является одной из классических инвестиционных ошибок. Мы даже утверждали что, *если из всей книги вы запомните и будете использовать именно это правило, значит, вы не зря ее прочитали.*

Как вы понимаете, мы не очень рекомендуем использовать этот тип инвестиций.

Внутрипродуктовые спреды

Этот тип спредов может быть интересен тем, кто начинает работу на рынке. В это время у них уже появляется некоторое понимание того, что рынок перекуплен или перепродан, но им страшно инвестировать в направленную позицию, т.е. купить или продать фьючерс (как правило, с ближней

датой исполнения). Например, если вы думаете, что цена нефти на рынке явно завышена и упадет, то можете продать ближний и купить дальний фьючерс. Обычно в моменты очень высоких цен на сырье спред (разница цен) между ними тоже очень дорог, поскольку рынок ожидает *немедленного* дальнейшего роста цен, а потому дальние серии окажутся относительно более дешевыми, чем ближние. Вы же ожидаете превращения кривой цен из бэквордации в контанго, т. е. падения ближних серий фьючерсов больше, чем дальних.

Таким образом, если вы считаете, что рынок перекуплен, то продадите фьючерсы ближних серий исполнения и купите фьючерсы дальних. В основе подобной сделки — то, что если цена ближнего фьючерса растёт или падает, то цена вашего спреда будет реагировать гораздо меньше, чем цена только фьючерса. Поэтому у спреда меньше риск, чем у направленной позиции.

Удобство этой стратегии — в ее простоте, но предостерегаем вас от заблуждения, что цены текущей серии фьючерсов можно предсказать с помощью анализа динамики цен форвардных периодов, точнее, с помощью спредовых цен. Многие даже опытные трейдеры иногда высказывают точку зрения, что если спред между ближней и дальней серией расширяется (кривая цен приобретает все более явную форму бэквордации), это говорит о том, что спрос растёт, а потому нужно ожидать, что цена ближнего фьючерса увеличится. Этот взгляд не подтверждается эмпирическими исследованиями.

Мы предлагаем отталкиваться от обратного: динамика цен ближних серий иногда позволяет отгадать относительную динамику дальних. Но, повторимся, направленные стратегии, как инвестиция в ближние фьючерсы, несут гораздо больший риск. Поэтому мы и рекомендуем новичкам начинать инвестиции в сырье с внутрипродуктовых спредов, поскольку они безопаснее, чем просто ближние фьючерсы. Даже если вы выберете ошибочное направление, то убыток от спреда будет поменьше.

Глава 10

ИНВЕСТИЦИИ В ПАЕВЫЕ ФОНДЫ, ИНДЕКСЫ, ETF; ОТДЕЛЬНЫЕ СТРАТЕГИИ И НЕКОТОРЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЫНКИ

Паевые фонды как финансовый инструмент

Паевые фонды — предпочтительный способ инвестиций для большинства из тех, кто не увлекается процессом выбора акций или облигаций. В паевые фонды проще инвестировать: купил фонд акций российских энергетических компаний, а в отдельных компаниях уже должен разбираться управляющий фондом.

Проблемы выбора все-таки есть и в этом упрощенном варианте инвестиций. Например, как выбрать ту самую заветную отрасль или инвестиционную идею, на которой построен фонд? Кроме этой очевидной проблемы, нужно признаться, что сравнить результаты фондов непросто, поэтому инвестору сложно выбрать, какой из них имеет лучшие показатели, а потому, возможно, является более надежным.

«Почему же непросто найти надежный фонд? — спросит разочарованный инвестор. — Ведь есть статистика результатов». Во-первых, нужно быть уверенным, что фонд находится под одним и тем же управлением на протяжении всех периодов, приведенных в отчетах. Например, если на протяжении пяти лет фонд показывал отличные результаты, но в последний год поменялся его управляющий, то предыдущие показатели его деятельности перестают быть основой для дальнейших прогнозов.

Во-вторых, если резко меняется динамика рынка, то даже прежней команде менеджеров, может быть, не удастся быть такой же успешной на новом типе рынка.

В-третьих, рост может показываться до и после расходов инвестора. Например, инвестиции фонда заработали 10%, но вы как инвестор уплатили 4% всевозможных комиссий и, таким образом, заработали только 6%.

В-четвертых, если вы начали не с первого дня года, то показатели за этот год должны быть уменьшены или увеличены на предшествующие результаты с начала года. Например, полгода рынок падал, фонд открылся и начал инвестировать во второй половине года, показав лучшие результаты, чем фонды, существовавшие с начала года. Если вы об этом не знаете, то показатели этого фонда покажутся вам более надежными не только судя по отчетам за год, но и по отчетам за три и пять лет!

Наконец, в-пятых, следует помнить об особенностях бухгалтерского учета фондов. В начале года в них начисляются резервы на выплату комиссионных, накопленных за предыдущий год, и поэтому получается единовременный рост доходов, который также может исказить картину.

Когда вы пойдете покупать паи в управляющих компаниях, деваться будет некуда, и вы, скорее всего, все равно займетесь сравнением разных фондов. Вы будете проводить сравнение внутри инвестиционных категорий, (например, внутри инвестиций в акции) или между категориями (например, между инвестициями в акции и инвестициями в облигации).

Кроме того, вы, возможно, попадете в зону относительных показателей. Фонды обращают на них большое внимание. Они сравнивают свои результаты с каким-то средним показателем по отрасли или с индексом и объясняют вам, что именно они — лучшие, потому что зарабатывают больше других. При этом, конечно же, они выбирают сравнение по показателю, где они действительно находятся в выигрышном положении.

Такие сравнения напоминают другую историю.

...Однажды по тайге гуляли два товарища. Вдруг на них выбегает медведь. При виде зверя один из друзей сбрасывает с плеч рюкзак и достает из него кроссовки. «Чудак, — говорит другой. — Неужели ты думаешь, что сможешь бежать быстрее медведя?» «Нет, — отвечает ему товарищ, — но я смогу бежать быстрее, чем ты».

Вот так и фонды будут пытаться предстать перед вами в выигрышном свете по сравнению с конкурентами, чтобы сказать, что они лучше других, а потому достойны быть управляющими вашими инвестициями.

Что же сделать, чтобы не идти на поводу у грамотно составленных рекламных проспектов? Во-первых, вы должны сравнить комиссионные (т.е. хотя бы объявленную часть расходов). Скорее всего, вы обнаружите, что в среднем фонды акций взимают 3% от среднегодовой стоимости ваших чистых вложений, а фонды облигаций — 1–1,5%. Во-вторых, вам нужно смотреть на разброс показателей данного фонда в разные периоды. Например, если фонд вырос в цене на 10% за один год, затем упал на 3%, опять поднялся на 8% и т.д., значит, его результат хуже, чем если бы он зарабатывал около 5% ежегодно. Волатильность — негативный показатель, который должен вас настораживать.

Если это отраслевой фонд, то неплохо бы получить справку, как вели себя индекс данной отрасли или акции ее основных компаний за сравнимый период, и сопоставить эти цифры с показателями фонда. При этом

нужно посмотреть, зарабатывал ли фонд больше во время роста и терял ли меньше во время падения цен.

В-третьих, если фонд предлагается управляющей компанией с замечательным брендом, но у него высокие комиссии — тоже большой вопрос, стоит ли в него инвестировать. Если комиссии взимаются вперед, то получается, что вы инвестируете сумму, меньшую на размер комиссий. Следовательно, и заработаете вы меньше, чем если бы та же комиссия взималась в конце срока, а потому и годовой результат у вас будет ниже, чем декларируется фондом.

Много информации по фондам можно найти на сайтах <http://www.nlu.ru/> (для России) и <http://www.morningstar.com/hp.html> (для США и по вопросам частных инвестиций). В ближайшее время вы также сможете получить информацию на сайте <http://www.investormonitor.ru>.

Индексные фонды

Проблема большинства паевых фондов в том, что их доходность очень редко превышает результаты индексов. Казалось бы, если индекс вырос на 30%, то половина менеджеров паевых фондов должна заработать больше этого показателя, а половина — меньше. На самом деле оказывается, что, как правило, результат лучше индекса показывают меньше половины из них. Более того, очень редко одни и те же менеджеры бьют показатели индекса из года в год.

Помните теорию эффективного рынка? Ее основное утверждение как раз и состоит в том, что побить рынок сложно. Правда, это не означает, что на нем нельзя заработать. Конечно, можно, просто превзойти рынок при этом сложно. Поэтому, если он вырос и с той же скоростью увеличились ваши вложения — значит, вы достигли совсем неплохого результата.

Для того чтобы его получить, нужно инвестировать в индексные фонды. Эти фонды вкладывают в конкретные индексы акций или облигаций страны или отрасли. Их комиссионные, как правило, ниже, поскольку при управлении ими, в отличие от паевых фондов, не нужны столь же квалифицированные менеджеры и не требуются большие расходы. Иными словами, в таких фондах ошибка менеджера в выборе акций или облигаций минимизирована, плюс его содержание, как правило, будет ниже, чем в фонде, где менеджеры активно управляют портфелем.

Фьючерсы

Главу 9 мы посвятили обсуждению фьючерсов как финансового инструмента, однако в предыдущем параграфе обратили ваше внимание, что инвестировать удобно посредством вложения в индексные фонды. Возможно, вы заметите, что во многих ситуациях можете достичь такого же результата, покупая фьючерсы на индексы.

С точки зрения инвестора, первоначальная комиссия за приобретение фьючерсов обойдется дешевле, но нужно помнить, что по мере истечения фьючерсов требуется переходить из старых в новые серии, а это требует дополнительных комиссионных. Также нельзя забывать о том, что фьючерсы — это продукт с кредитным плечом. Поэтому, прежде чем его купить, проверьте, сколько вы заработаете или потеряете на движении фьючерса по сравнению с результатом паевого фонда при таком же движении цены.

По сравнению с индексными фондами у фьючерсов есть одно значимое достоинство и столь же значимый недостаток. Вы можете купить или продать фьючерсы в любой момент дня, а с фондом сделать то же самое, как правило, удастся только один раз в день. Иногда это вредно, а иногда полезно. Например, увидев очень большой рост индекса Доу-Джонса, вы поймете, что завтра вырастут и европейские рынки. Скорее всего, фьючерсы европейских рынков, которые торгуются ночью, уже отреагировали на новую информацию, а фонды — нет. Ведь оценка паевых фондов делается по закрытию рынков в Европе, когда поведение Америки еще неизвестно! Получается, что вы сегодня можете с большой долей уверенности предсказать, как поведут себя рынки акций в Европе. Купив на закрытии рынка в Нью-Йорке американский паевой фонд, который инвестирует в европейские акции, вы тем самым можете без особого риска заработать 1% годовых за один день.

Не менее часто бывает и по-другому. Под влиянием хорошей новости рынок идет резко вверх, а вы должны ждать цены закрытия торговой сессии в Нью-Йорке, чтобы купить паевый фонд. В этом случае предпочтительнее покупка фьючерса на индекс, а не фонда, инвестирующего в него, так как фьючерс можно купить в любой момент до окончания торговой сессии.

ETF как финансовый инструмент

Поговорим о сравнительно новой категории инвестиций — об ETF. В переводе с английского ETF (Exchange Traded Fund) означает «фонд, торгуемый на бирже». Само название говорит о том, что это фонд и что он торгуется на бирже. Таким образом, ETF соединяет удобные характеристики и паевого фонда (его не нужно обновлять по истечении серии, как фьючерсы), и фьючерса (им можно торговать в любой момент дня, а не ждать окончания торговой сессии как в случае фонда).

Каждый ETF, как и паевые фонды, базируется на какой-то идее, и точно так же, как и в паевых фондах, инвестор платит за его создание комиссию в размере, как правило, 50 базисных пунктов в год, что сравнительно дешево.

Среди крупных управляющих компаний на этом рынке — Barclays Capital (спонсирующий те ETF, названия которых начинаются с iShares, например, iShares Nikkei 225), J.P. Morgan, Vanguard и т. д.

Создатели ETF в значительной мере выбирают индексные идеи. Например, есть много ETF индексов акций, индексов отраслей и т. д. Тем не менее сейчас появились ETF, состоящие из облигаций.

Сейчас на разных биржах мира зарегистрировано свыше 1050 ETF, причем кое-какие из них — на нескольких биржах. Суммарный объем фондов, многие из которых растут на 30–40% в год, превысил \$750 млрд.

В настоящий момент этот инструмент стал популярен среди менеджеров фондов, инвестирующих для крупных пенсионных фондов и богатых людей. Их используют свыше двух тысяч институциональных инвесторов, однако «мелкая рыбешка», как называли в прошлом веке американских частных вкладчиков, пока мало о них знает, хотя котировки на ETF можно получить у западных брокеров так же легко, как и котировки на акции.

Порядок торговли фондами ETF напоминает торговлю акциями. Их можно покупать и их можно продавать «в короткую» (а паевые фонды — нельзя!)

Благодаря тому, что комиссии незначительны, результат ETF, как правило, ближе к результату индекса, который лежит в их основе, чем паевые фонды, где большие комиссии вычитаются из результатов. Простота и дешевизна торговли также позволяют создавать комбинированные стратегии, например, если вы хотите инвестировать в индекс S&P без финансового сектора, вы можете купить ETF, инвестирующий в S&P, и продать ETF, инвестирующий в субиндекс финансовых институтов.

Важным отличием ETF от других инструментов является возможность получения кредитного плеча. Вы, наверное, знаете, что нельзя получить кредит под залог паевого фонда. Под ETF это возможно.

Много информации по ETF вы можете найти на сайтах <http://www.sec.gov/answers/etf.htm> и <http://www.ici.org/>.

Инвестиции на заемные средства

Одним из самых популярных методов торговли является инвестирование на заемные средства. Мы говорили об этом в разных параграфах, но сейчас хотели бы остановиться на теме поподробнее, поскольку это важный инструмент, который еще называют «торговля с плечом».

В начальные моменты цикла рынка люди боятся занимать деньги на спекуляции. Так было не только в России до кризиса 1998 г. Все страны проходили через этот цикл: страх — уверенность — жадность — крах. По мере повышения уверенности инвесторов размер их инвестиций растет, причем в значительной степени именно за счет заемных средств.

Банки взимают за такие кредиты большие ставки чем, например, за кредиты на приобретение дома. Им они выгодны. Кредиты стимулируют спрос. В США, например, были ипотечные кредиты с привязкой к стоимости порт-

феля акций. Если у тебя есть дом, ты его закладываешь и начинаешь играть на любом рынке, не внося никаких денег. Все хорошо, пока рынок растет, а в противном случае в кредитном договоре оговаривается возможность переселиться в конуру, если, конечно, собака даст разрешительную подпись.

Чем дальше от стадии страха, тем чаще люди используют заемные средства для приобретений.

В России в последние годы рынок тоже поменялся в этом направлении — теперь все хотят дать в долг! Еще недавно все работало по принципу «Дай миллион! У тебя только 500 тысяч!? Ну дай 500, а 500 будешь должен». Потом эта неуверенная просьба трансформировалась чуть ли не в приказ: «Одолжи миллион, ну что тебе стоит!» А теперь?! Звонит представитель банка мужику с завода.

— Юра, хочешь взять в долг десятку?

— Не, меньше чем за полтинник мне неинтересно бумагу марать.

— Так где же я тебе найду еще сорок?

— Если не хватает... возьми у нас в профсоюзной кассе!

То же самое происходит и в Китае. Китайцы увлеченно скупают акции с использованием заемных средств. Нужно признаться, что плечо — это лучший способ и заработать, и потерять.

Суть в том, что если вы готовы купить две акции, а денег у вас хватает только на одну, то банк одолжит вам деньги на покупку одной под залог двух акций. Аналогичным образом можно одолжить под облигации или сырье. Теперь вы зарабатываете в два раза быстрее. Проблема в том, что и теряются деньги тоже в два раза быстрее.

Кроме того, брокеры защищают себя маржинальными колами — это требование внести дополнительное обеспечение, как правило, деньги на залоговый счет, чтобы брокеры не продали ваш портфель при первом же падении рынка. Вы словно сидите на суку, зная, что после первого дуновения ветра брокер его подрубит, если вы ему не позолотите ручку. Поэтому имейте небольшой запас денег, чтобы случайное колебание рыночной стихии не потопило кораблик вашей мечты, т. е. чтобы вы могли внести деньги для обеспечения обесценившейся позиции.

Балансирование пропорции акций и облигаций в портфелях

Мы много говорили по отдельности об акциях и облигациях. Тем не менее, когда вы пойдете создавать свой портфель, представители брокерской компании зададут классические вопросы, цель которых — понять, как скомбинировать в вашем портфеле акции и облигации. Почему? Потому что считается, что люди, которым нет тридцати, должны вкладывать в акции. У них есть время, чтобы рисковать. Если заработают — отлично. Если потеряют — есть время в будущем отбить свое.

Тем, кому больше пятидесяти, рекомендуют вкладывать в облигации: ближе к пенсии люди не могут рисковать своими сбережениями, потому что у них не будет времени, чтобы заработать на пенсию в случае потерь. Всем, кому от тридцати до пятидесяти, предлагается выбрать некую комбинацию двух инструментов.

Этот метод не совсем подходит для использования на российском рынке, где на депозитах обычно можно заработать не меньше, чем на облигациях. Иначе говоря, они должны также рассматриваться как инструмент сбережений.

На Западе дело обстоит по-другому. Однако с середины 2007 г. из-за общемирового кризиса ликвидности и в России можно больше заработать на облигациях, поэтому стоит рассмотреть принципы сочетания этих трех инструментов, рассматривая облигации и депозиты как один класс инструментов с фиксированным доходом.

Классики инвестиционной мысли предлагали пропорцию 50 на 50, т.е. акций и облигаций/депозитов. В тот момент, когда из-за прибыли или убытка пропорция менялась и достигала 60 на 40, они рекомендовали перебалансировать портфель и возвращать пропорцию обратно к соотношению 50 на 50.

Логика такой тактики следующая: если нечто очень выросло, лучше продать. Если что-то очень упало, следует докупить.

Для агрессивной торговли этот стиль не годится, но для тех, кто ищет проверенный жизнью алгоритм, такой подход дает хотя бы первоначальную идею для разработки собственного стиля комбинирования.

Международные инвестиции

В новом экономическом мире очень успешными оказались государства, которые перешли от сложного пути нахождения национального рецепта благоденствия к апробированным западными странами методам регулирования. Их рынки благодетельствовали инвесторов.

На графике (рис. 10.1) вы видите поведение индекса акций развивающихся стран. Кстати, вы можете инвестировать в эти индексы посредством вложения в ETF.

Среди многих достойных стран наиболее интересными стали рынки Китая, Индии и Бразилии. В них много крупных компаний, а потому инвесторы, потратившие время на их изучение, смогут найти больше пригодных для инвестиций альтернатив, чем в небольших странах.

Эти три рынка и Россию инвесторы называют странами БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай). Так что, если услышите термин «страны БРИК», имейте в виду, что это просто определение части финансовых рынков, а не блок типа ОПЕК или Антанты.

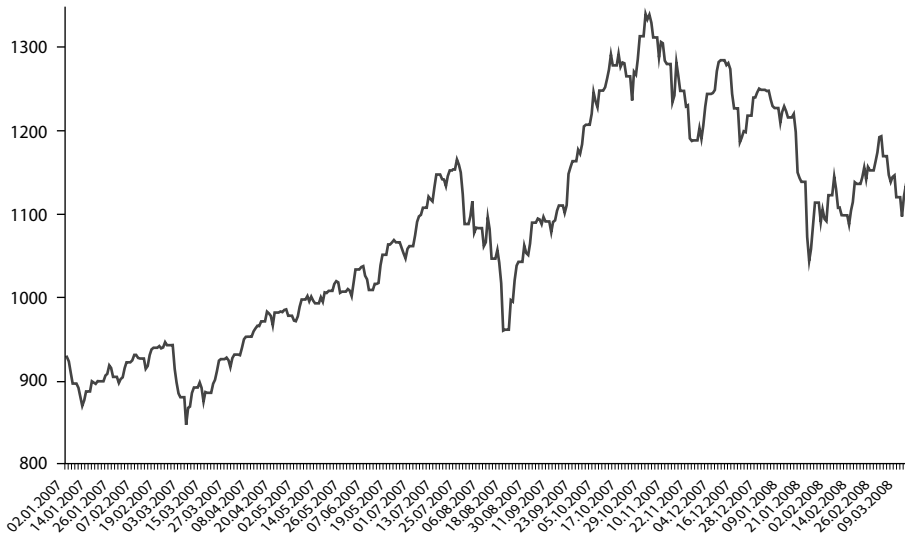


Рис. 10.1. **Динамика индекса акций компаний развивающихся стран MSCI EM в 2007 г.**

Источник: Блумберг

Страны БРИК

Сейчас все говорят о Китае. Мы тоже все время о нем говорим. Тут китайцы быстро растут, там хорошо экспортируют. Кроме того, китайский финансовый рынок — один из самых быстрорастущих. Точнее, есть несколько рынков китайских акций, и все они растут. Как мы уже говорили, один из них, международный, — это рынок акций, торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже, второй — рынок тех же акций, но торгуемых на бирже Гонконга, и, наконец, третий, акции которого торгуются на бирже в Шанхае, — только для местных инвесторов.

В последнее время они получили возможность покупать не только в Шанхае, но и в Гонконге, хотя открыть счет совсем непросто. Поэтому цена одной и той же акции может быть очень высокой в Шанхае, высокой в Гонконге и низкой в Нью-Йорке. Все зависит от возможностей местных инвесторов участвовать в рынке. Любопытно, что в результате внутрикитайских ограничений именно китайские инвесторы покупают свои компании по самой высокой цене, т.е. им они обходятся гораздо дороже, чем иностранцам. Все-таки в России, когда для нерезидентов действовали ограничения на покупку акций «Газпрома», резиденты имели более дешевый доступ к этим акциям.

Последние два года шанхайский рынок рос как минимум на 100% в год. Но проблема не в том, что такие темпы не могут длиться долго, а в том, что он рос в значительной мере за счет кредитного плеча, т.е. заемных средств. При этом китайцы известны своей азартностью, а поэтому вероятно, что на рынке акций

есть много людей, которые не могут себе позволить много потерять. Скорее всего, если на рынке китайских акций случится кризис, цены внутреннего рынка упадут до уровня цен внешнего, причем не упадут, а грохнутся, когда брокеры начнут рубить под клиентами сучья и вынуждать тех ликвидировать свои позиции.

Почему кризис вероятен? Потому что началась борьба с инфляцией, которая одновременно сопровождается ростом ставок и ростом юаня. Иначе говоря, модель экономики, ориентированной на экспорт, корректируется с большей опорой на внутренний спрос. В момент этой перестройки доходы экспортных компаний сократятся из-за роста курса юаня (доходы от экспорта в подешевевших против юаня валютах будут меньшими). Рост компаний будет немного ограничен из-за подорожания кредитных ресурсов. В совокупности эти факторы приведут к некоторому пересмотру коэффициента Р/Е китайского рынка, поскольку будет ожидать снижение темпа роста прибылей компаний. Пересмотр Р/Е приведет к понижению цен акций, а это, в свою очередь — к тому, что инвесторы, использовавшие рычаг, начнут в ускоренном темпе терять деньги. Будет слышен топор брокеров-«лесорубов», обрубающих убытки клиентов путем распродажи их портфелей, а это ускорит падение рынка акций.

Китайская экономика стала одной из лидирующих в мире и крушение даже закрытого для иностранцев рынка может очень негативно отразиться на международном рынке акций в целом. Несмотря на эту возможность, кризис может заставить себя долго ждать. Сегодня Китай — это очень быстрорастущая экономика. На графике (рис. 10.2) вы видите, что в течение нескольких лет темпы роста ВВП в Китае превышают 10%. Растут и валютные резервы страны (рис. 10.3), и размер внутренних сбережений (рис. 10.4).

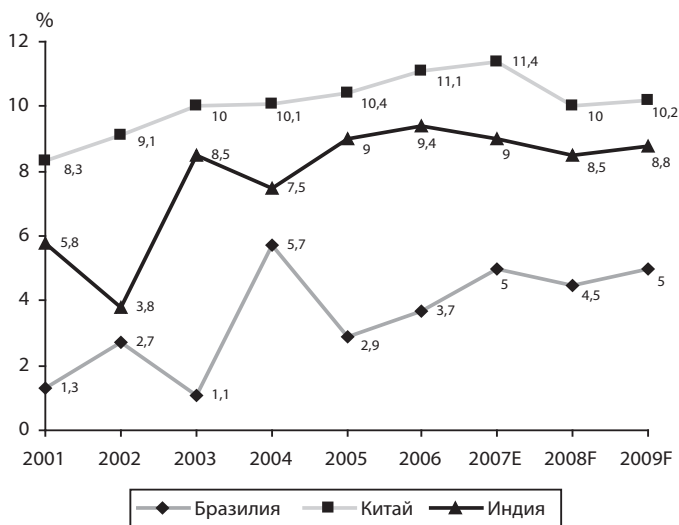


Рис. 10.2. Рост реального объема ВВП (%)

Источник: Credit Suisse, «Альфа-Банк»

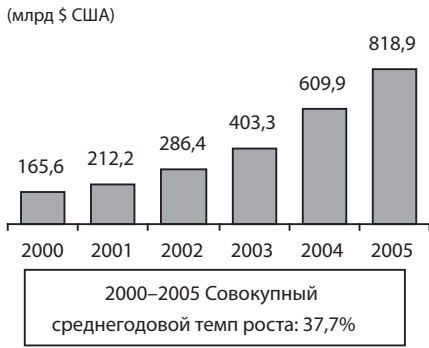


Рис. 10.3. **Валютные резервы**

Источник: World Bank, «Альфа-Банк»



Рис. 10.4. **Размер сбережений**

Стремительный рост рыночной капитализации связан с тем, что китайцы верят в свою экономику и вкладывают в нее собственные сбережения. Параллельно быстрыми темпами начало расти и потребление внутри Китая (рис. 10.5).

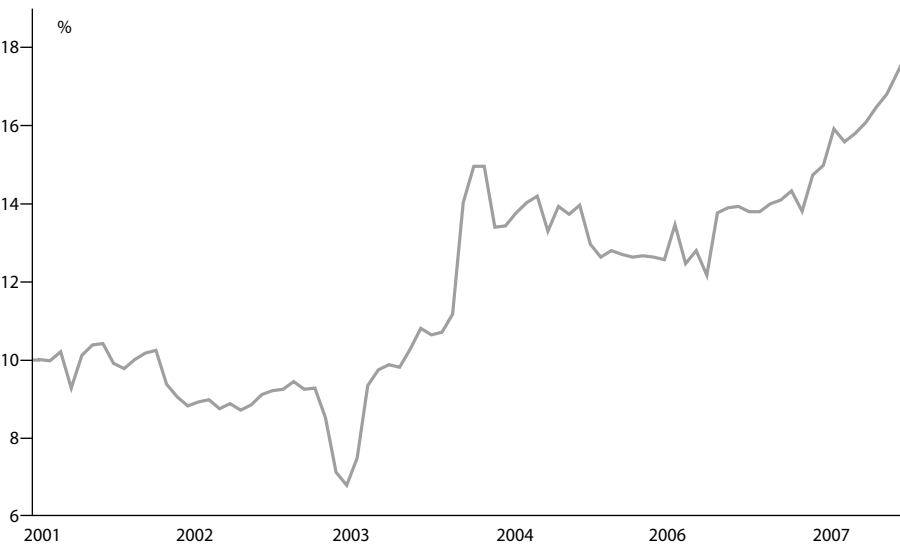


Рис. 10.5. **Уровень розничных продаж в Китае по 3-месячной скользящей средней**

Источник: Credit Suisse

Как можно критиковать таких успешных производителей?! В 2007 г. китайская экономика (т.е. ВВП страны) выросла на 11,4%. Это составило 17% прироста мировой экономики и сравнялось с долей роста экономики США в мировой экономике. При этом зависимость китайской экономики от американской снизилась. Теперь 1% снижения роста последней уменьшит

рост китайской всего на 0,5%! Раньше этот показатель был в несколько раз больше. Это произошло за счет диверсификации экспорта (рис. 10.6).

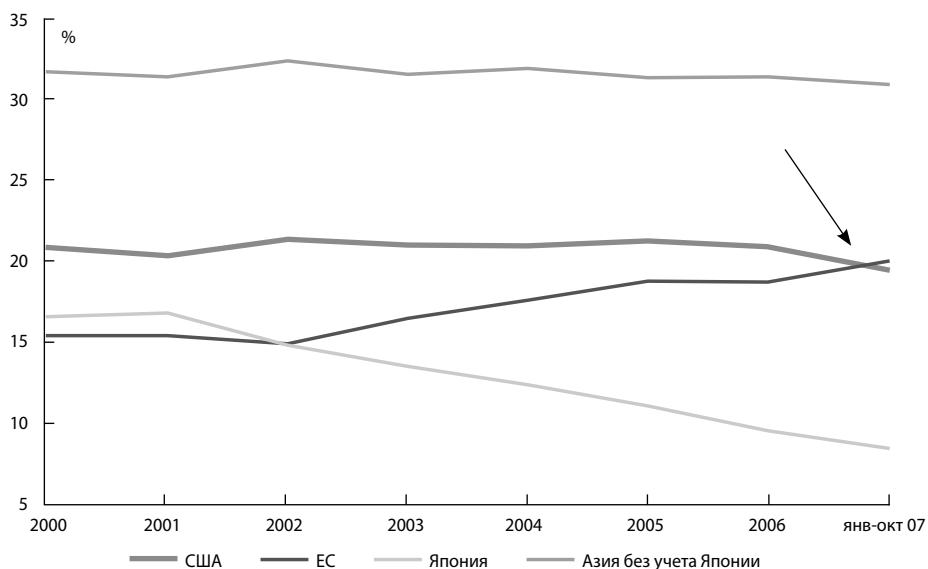


Рис. 10.6. Структура экспорта Китая

Источник: Credit Suisse

Кроме того, Китай тратит 50% своих доходов от экспорта на импорт, огромную часть которого составляют сырьевые продукты. *Поскольку в основном они поступают из развивающихся стран, получается забавная ситуация: все страны развивающегося мира зависят от успеха китайской экономики!*

В то время как Китай продолжает быть очень интересным объектом инвестиций, Индия тоже переживает период роста. В 1978 г. ВВП (размер экономики) обеих стран был равен примерно \$147 млрд. Реформы, которые начались в Китае в 1979 г., помогли ему достичь ВВП в размере \$2,7 трлн. Индия встала на путь реформ в 1991 г. и к настоящему времени ее ВВП составляет \$906 млрд, что составляет примерно треть от китайского. Связь между обеими экономиками становится все более тесной. Китай — третий по величине объема товарооборота (\$37 млрд. в 2007 г.) партнер Индии. Уровень заполнения производственных мощностей уже несколько лет остается высоким, стимулируя инвестиции в новые предприятия практически во всех отраслях.

Как и китайская, экономика Индии в значительной мере зависит от уровня экспорта в США. Более того, эта зависимость возрастает по мере роста значения экспорта в индийской экономике. Сейчас он составляет около 30%, т. е. все-таки немного меньше, чем в Китае, но все же очень значительную часть.

Темпы роста Бразилии, четвертой крупнейшей развивающейся страны, в отличие от Китая и Индии, не выглядят столь впечатляющими. Здесь стоит обратить внимание на то, насколько отличны разные страны с точки зрения моделей экономического роста (рис. 10.7–10.9), при том что их рынки акций активно растут. Почему? Рассмотрим Бразилию.

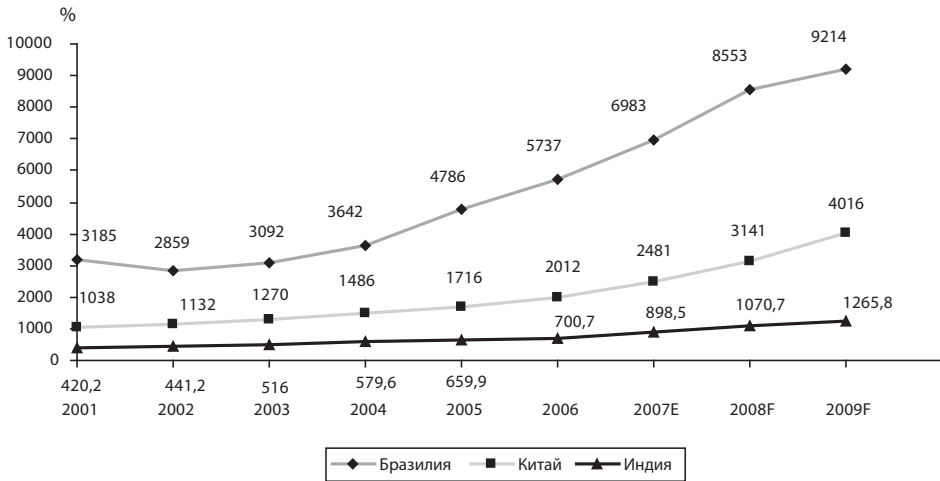


Рис. 10.7. **ВВП на душу населения (\$)**
 Источник: Credit Suisse, «Альфа-Банк»

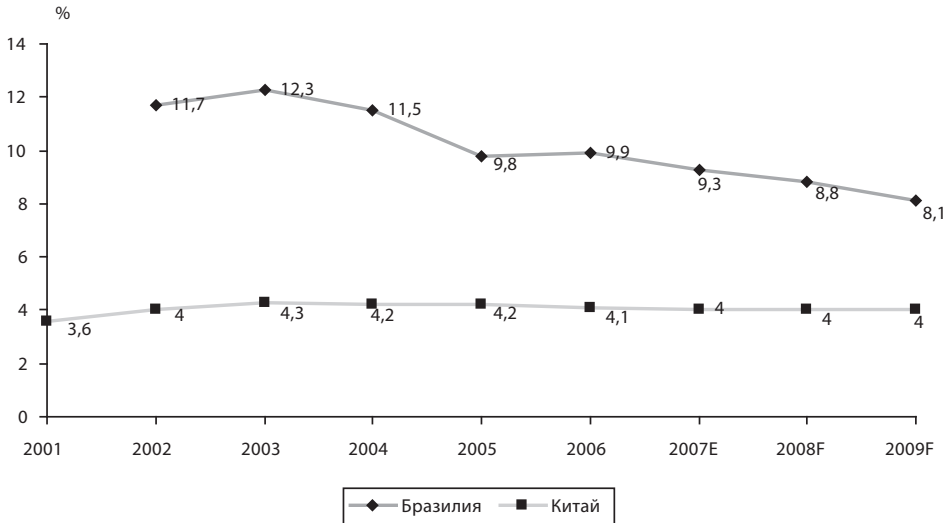


Рис. 10.8. **Число безработных (% трудоспособного городского населения, в среднем за год)**
 Источник: Credit Suisse, «Альфа-Банк»

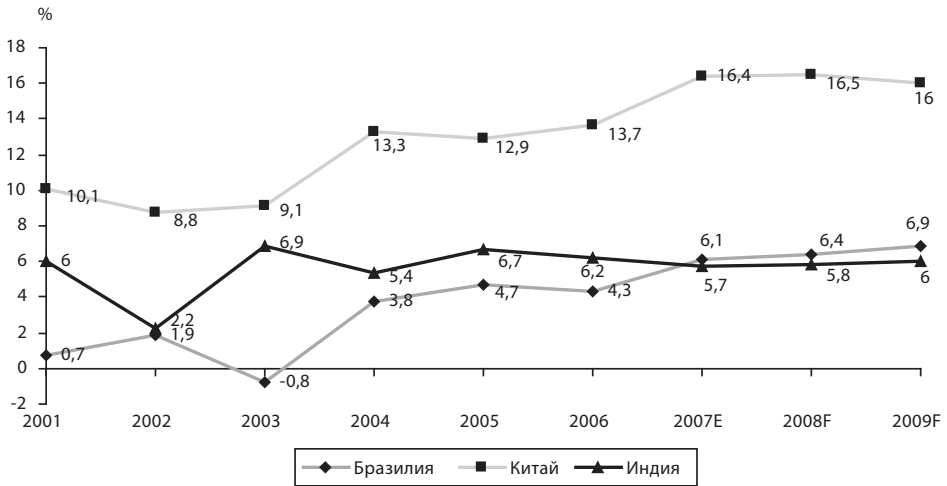


Рис. 10.9. Рост реального личного потребления (%)

Источник: Credit Suisse, «Альфа-Банк»

Может быть, ее экономика растет не так быстро, но с точки зрения рынков акций и облигаций у нее есть огромное преимущество, которого нет у России, Китая и Индии. Эта страна очень хорошо известна инвесторам. Большинство крупных бразильских компаний существует на протяжении десятков лет. Многие из них имеют международный рейтинг. Более того, у этих компаний есть история прохождения через кризисы, и поэтому в глазах инвесторов стиль управления, используемый командами возглавляющих их менеджеров, более предсказуем, чем в компаниях трех других стран.

При всех этих плюсах бразильская экономика не раз обманывала надежды и граждан своей страны, и иностранных инвесторов. Десятилетиями существовала поговорка: «Бразилия — страна будущего, и останется такой навсегда». И вот в последние пять лет экономическая политика правительства наконец привела к стабильному процессу преобразований. В результате резервы страны растут. Процентные ставки снизились почти вдвое.

Понравилась бразильская политика и рейтинговым агентствам. В 2008 г. ожидается повышение ее рейтинга до инвестиционного. Этот факт будет иметь огромное значение в условиях сложной ситуации на международных финансовых рынках. Дело в том, что очень многие фонды не имеют права вкладывать деньги в страны, у которых нет инвестиционного рейтинга.

Таким образом, даже если сложности на финансовых рынках приведут к оттоку части денег существующих инвесторов и из Бразилии, повышение ее кредитного рейтинга сбалансирует этот отток притоком средств более консервативной категории инвесторов, которые до присуждения высокого рейтинга в Бразилию вкладывать не могли.

В этой ситуации прямые инвестиции достигли в 2007 г. отметки в \$37 млрд в год, что почти в два раза больше показателя Индии. Плюс к этому примерно столько же составляют портфельные инвестиции. Тут следует отметить еще одно очень существенное отличие Бразилии от трех других стран БРИК: Бразилия обладает одним из самых развитых финансовых рынков мира. Это открывает перед инвесторами возможность больших альтернатив инвестиций и большей ликвидности.

Рост прямых инвестиций обеспечит Бразилии и стабильный рост экономики на грядущие несколько лет. А падение процентных ставок, достигнутое в результате успешной борьбы с инфляцией, приведет к более дешевым кредитным ресурсам для компаний и населения, что, в свою очередь, будет способствовать дальнейшему росту рынка акций и облигаций.

Итак, при всех различиях, существующих между Россией и Китаем, Индией и Бразилией, представляется, что все они идут по пути реформ, а потому судьбы их финансовых рынков во многом одинаковы.

На рисунке 10.10 вы можете наблюдать динамику экономик (столбцы) и поведение рынков акций стран БРИК за последние несколько лет. Чтобы не прогадать, инвесторам имеет смысл рассмотреть возможность диверсификации своих портфелей во вложения в рынки этих стран.

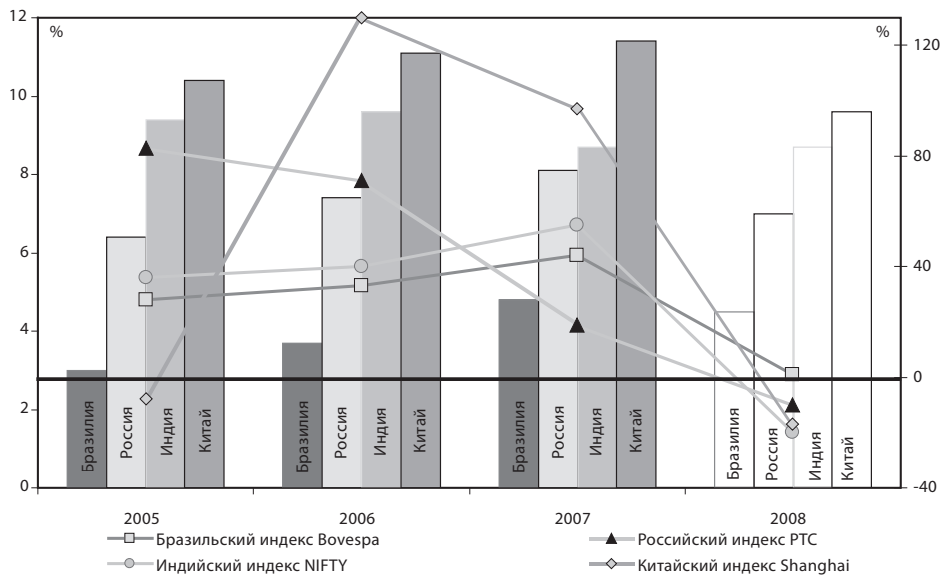


Рис. 10.10. Годовые темпы роста ВВП и ключевых фондовых индексов по странам БРИК

Источник: «Альфа Банк», Блумберг

Часть IV

**ПОСЛЕДНИЕ НАСТАВЛЕНИЯ
ПЕРЕД ДОЛГОЙ,
НО, НЕСОМНЕННО,
СЧАСТЛИВОЙ ДОРОГОЙ**

Глава 11

ЛИКВИДНОСТЬ

Ликвидность: факторы, единые для всех рынков

Ликвидность. Мы не раз произносили это слово в контексте почти всех затрагиваемых тем, поскольку оно обозначает один из определяющих факторов в ценообразовании активов. Более того, рассматривая историю кризисов в следующих главах, *мы будем говорить о ликвидности как о чуть ли не самом важном из ценообразующих элементов!* При этом значение этого термина различается в зависимости от темы дискуссии. В целом можно выделить несколько уровней ликвидности: ликвидность данного инструмента, ликвидность портфеля и ликвидность рынка.

Ликвидность ценной бумаги или портфеля — это объем, который можно купить или продать без значительных, с точки зрения инвестора, потерь; в течение некоторого периода, приемлемого для инвестора; с определенной степенью уверенности. Ликвидность рынка — это возможность обмена денег на активы и обратно в течение некоего короткого срока без существенных транзакционных потерь.

Первые две категории ликвидности зависят от конкретного инструмента и пользователя. Ликвидность рынка является объемом средств, доступных для любых инвестиций, и не зависит от поведения индивидуального инвестора или инвестиции.

Из обоих определений следует, что объем ликвидности может различаться для случаев продажи и приобретения. Например, при падении рынка российских ценных бумаг объем торговли данной бумагой тоже падает. Частично это объясняется тем, что рынок российских ценных бумаг, как и большинство развивающихся рынков, привык к отсутствию покупателей в моменты падения цен, и сокращение ликвидности объясняется обратной связью: в моменты падения цен ликвидность падает, поскольку ожидается, что не будет покупателей, а не потому, что инвесторы не хотят продавать убыточные позиции.

Интересно, но снижение объемов ликвидности во время падения рынка подтверждено исследователями, изучавшими поведение инвесторов на американских биржах. Оно объясняется не только страхами покупателей, но и нежеланием продавцов избавляться от убыточных позиций. Помните, мы говорили о негативных последствиях эффекта непризнания своих ошибок и эффекта владения? «Продажа с убытком» — это признание собственной ошибки, которой нет, пока ты «не продал с убытком». Да и «Как же можно продавать то, что сам выбирал? Оно же обязательно лучше, чем рынок в целом», — наверное, так *подсознательно* думают большинство инвесторов.

Понятие «ликвидность» вообще во многом субъективно. Пороговый размер убытков, после которого инструмент или рынок может считаться неликвидным, определяется инвестором или как процент потерь от данной инвестиции, или как процент от данного класса инвестиции в портфеле, или как процент от общего капитала и т. д. Получается некий конфликт между критериями оценок. Например, можно утверждать, что почти любой рынок является ликвидным, если вы сможете закрыть позицию, во-первых, быстро, и во-вторых, если вы готовы потерять 50% ее текущей рыночной стоимости. Однако, если вы одновременно ставите жесткие ограничения и на время, и на потери, то субъективно объем ликвидности как бы резко сокращается.

Кроме субъективных оценок, есть и несколько объективных характеристик ликвидности. Она бывает разная в разное время дня и в разные сезоны. Поэтому вопрос не только в том, какой объем вы можете реализовать, но и за какой срок. При этом во время определения срока должны оговариваться такие моменты, как праздники. Например, в России конец декабря и начало января — исключительно неликвидное время, поэтому крупные инвесторы должны взвешенно устанавливать срок с учетом вероятности того, что состояние рынка в момент реализации будет «нормальным».

Ликвидность тоже непросто посчитать. На биржах объем сделок установить легко, а вот объем операций между банками не раскрывается, а лишь примерно оценивается. Поэтому в ситуации, когда значительную часть операций составляют внебиржевые, установить точный объем рынка сложно. Например, если вы измеряете показатель ликвидности данной ценой как частью суммарного объема торговли на бирже за последние три недели, то почти точно обнаружите, что даже на малоликвидном рынке он значительно больше, чем предполагается, если исходить только из доступной информации о биржевых сделках.

Пример использования анализа ликвидности на разных рынках

Несмотря на ограниченное количество информации, доступной исследователям, есть несколько индексов ликвидности. Индекс, разрабатываемый

«Ситибанком» на базе поведения ставок международного денежного рынка (LIBOR)¹, представлен на графике (рис. 11.1). Он рассчитывается *не* на основании объема сделок, а на основании колебания цен, по которым банки могут заимствовать краткосрочные ресурсы друг у друга.



Рис. 11.1. **Поведение индекса ликвидности «Ситибанка» международной банковской системы в исторической перспективе**

Источник: Citi

Ликвидность часто помогает в изучении настроения инвесторов. Например, на графике (рис. 11.2) вы видите один из примеров анализа, популярного на рынках акций. Считается, что количество проданных или купленных фьючерсов на индекс S&P показывает предпочтительное направление действий инвесторов (т.е. позиции, которые они заняли против биржевых маркетмейкеров).

На графике вы видите, как летом 2007 г. кризис на рынках субпрайма вызвал огромный интерес к опционам пут на S&P (инструмент игры на понижение рынка акций), поскольку появились прогнозы значительного падения рынка акций в краткосрочной перспективе. Интерес пошел на убыль по мере стабилизации рынков облигаций.

¹ Денежный рынок — это рынок, на котором банки обмениваются краткосрочными депозитами. В каждой валюте — свой рынок депозитов. Вышеприведенный график относится к долларовому денежному рынку. Ставки этого рынка, как правило, ориентируются на ставку LIBOR, которую платят друг другу банки с высшими кредитными рейтингами.

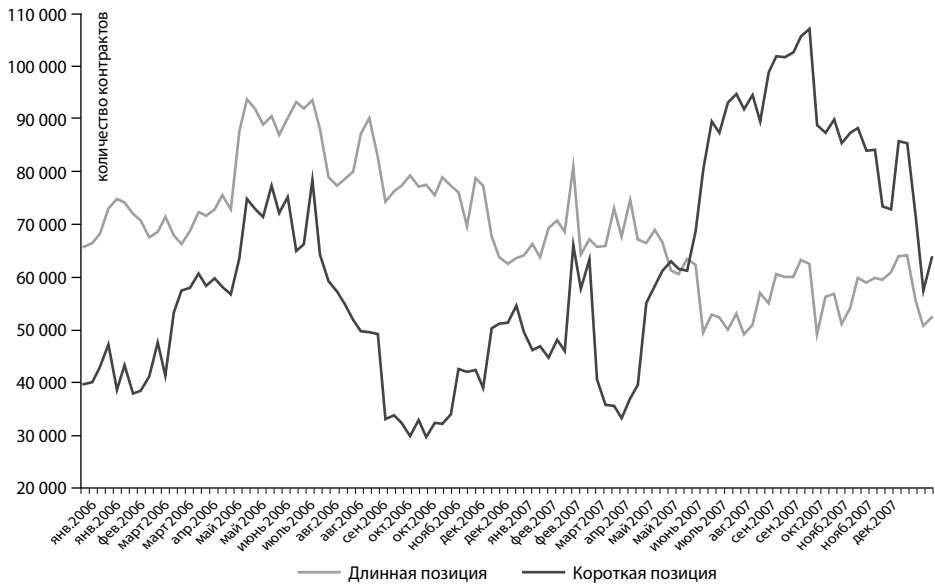


Рис. 11.2. **Спекулятивные позиции в индексе S&P 500**

Источник: J.P. Morgan, Bloomberg, CFTC

Зачем нам нужно обращать внимание на ликвидность?

Ключевой особенностью ликвидности является ее способность видоизменять динамику цен. Начнем с экстремального примера: поведения рынка в праздничные дни. *Он закрыт и ликвидность нулевая, соответственно, цены не меняются.* Ликвидность сокращается во время чемпионатов мира по футболу и трансляции громких судебных разбирательств.

Первоначально рынок был местом, где происходил обмен товарами, и производители встречались лицом к лицу. Затем появилась кооперативная торговля, когда между производителями возник посредник — торговец.

Торговцы — брокеры и дилеры — стали торговать между собой, постепенно расширяя инфраструктуру и позволяя все более мелким заинтересованным лицам участвовать в торговле. При этом взаимоотношения и обстоятельства различались, а поэтому термин «рынок» на самом деле означает нечто разное для каждого актива.

Единственное, что есть общего для любого рынка, — это свободное волеизъявление его участников. Если же нет рынка, т. е. места, где активы превращаются в ликвидные средства и наоборот, то нет и цен, а значит, нечего предсказывать! Поэтому объемы торговли участников так важны для формирования рыночных прогнозов.

Один из атрибутов каждого рынка — несколько *крупных игроков*, заинтересованных в его процветании. Если нет противостояния идей участников, полномасштабный рынок деградирует до уровня отдельных сделок. Факторы ликвидности, связанные с появлением крупных игроков, весьма заметны. Например, Сбербанк и Пенсионный фонд РФ определяют поведение на рынке ОФЗ.

Если монополисты начинают диктовать свои цены, то с рынка уходит ликвидность, поскольку резко возрастает волатильность и появляются разрывы между тем, где рынок должен быть «согласно здравому смыслу», и тем, где он находится по воле игрока. Так было, например, во время спекуляций братьев Хант на рынке серебра или спекуляций компаний на рынке собственных акций.

Вторая основа, на которой держится рынок, — *маркетмейкеры*. Это трейдеры, которые постоянно «ставят цены», т.е. поддерживают способность инвесторов делать инвестиции и выходить из них (ликвидировать, придавать ликвидную форму, т.е. переводить активы в наличность). Когда маркетмейкеры уходят с рынка, он становится «хрупким» и начинает двигаться с большими ценовыми разрывами. Например, на рынке валютных облигаций РФ во время праздников в США и Европе дневные обороты торгов могут падать до десятков миллионов долларов при том, что совокупный объем этих ценных бумаг превышает \$50 млрд. Просто маркетмейкеры «показывают цены» избирательно — не всем контрагентам и не на любой объем.

Ликвидность рынка в целом влияет на *объем средней минимальной безопасной позиции* по данному инструменту или классу инструментов. Минимальная позиция — это та, которую можно реализовать за один день. Чем она больше, тем менее вероятно, что рынок будет двигаться скачками, вызываемыми разрывами в ликвидности. Чем меньше эти возможные скачки, т.е. волатильность, тем больше участников привлечет рынок, следовательно, тем чаще будет происходить торговля. В условиях активной торговли рынок притягивает большее количество участников, ожидающих беспрепятственной возможности менять свой портфель.

Изменение каждого из вышеперечисленных элементов повлечет резкое изменение ликвидности и конкретного рынка в целом.

Все факторы, приведенные выше, можно рассматривать и с точки зрения волатильности. Вы же не хотите, чтобы вашу акцию бросало вверх и вниз, лишая вас сна? Чем больше эти факторы увеличивают колебания цен, тем больше риска они несут в себе для инвесторов, которые по категориям принятия риска условно делятся на: не любящих риск; нейтрально относящихся к риску; любящих риск. Чем большая часть каждой категории инвесторов вовлечена в данный актив, тем ликвиднее его рынок. Таким образом, *рост волатильности с учетом политических, финансовых или иных факторов приводит к отсеиванию участников и снижению ликвидности*.

Частные факторы ликвидности

В дополнение к вышеперечисленным факторам, которые являются общими для всех рынков, на каждом рынке действует ряд специфических факторов, определяющих его ликвидность. Например, для определения ликвидности развивающихся рынков весьма важным фактором служит ликвидность рынка развитых стран. Финансист М. Петтис на основе анализа кризисов, разразившихся с начала XIX в., установил, что в моменты увеличения ликвидных средств, находящихся в обращении, в ключевых европейских странах и США начинается рост инвестиций в развивающиеся страны. Когда же денежная масса сокращается в развитых странах, начинается отток средств и из развивающихся стран. По мнению Петтиса, эта динамика становилась настолько заметной, что значение фундаментального состояния экономик развивающихся стран отходило на второй план. Их замечали только тогда, когда был избыток ликвидности и появлялась необходимость искать ей применение!

Заметим, что подобным образом происходит и финансирование новых технологий. Избыток финансовых ресурсов стимулирует интерес к более рисковому вложению. Например, в 1970-е гг. избыточная ликвидность, вызванная ростом депозитов нефтедобывающих стран, привела к необходимости поиска новых клиентов, нуждающихся в кредитах. В 70-х ими стали развивающиеся страны, в основном латиноамериканские. В 90-е рост пенсионных сбережений в США привел к увеличению интереса инвесторов к новым технологиям, в частности телекоммуникациям и Интернету. И наконец, в 2003–2007 гг. избыток денег способствовал созданию рынка субпрайма.

Ликвидность, связанная с экономическими циклами, также приводит к изменению динамики вложений в разные активы. Покажем это на примере акций (рис. 11.3).

Из рисунка 11.3 видно, что на каждой стадии экономического цикла пользуется популярностью определенная группа активов.

Можно предположить, что экономические циклы способны воздействовать на ликвидность, поскольку они влияют на уровень кредитных спредов. В периоды роста производства снижается уровень дефолтов, что увеличивает уверенность в надежности инвестиций, сужает кредитные спреды и таким образом способствует росту ликвидности.

Представляют интерес факторы ликвидности рынка, связанные с *отчетностью*. Мы уже говорили об этом, указывая на них как на одну из важных причин неточности теории эффективного рынка.

Конец финансового года американских паевых фондов приходится на ноябрь. К этому моменту многие из них фиксируют долю прибыли, т. е. продают часть активов. Из-за этого «негативного» потока ликвидности, связанного с циклами отчетности, в сентябре — середине ноября американский рынок акций в целом растет чрезвычайно редко.

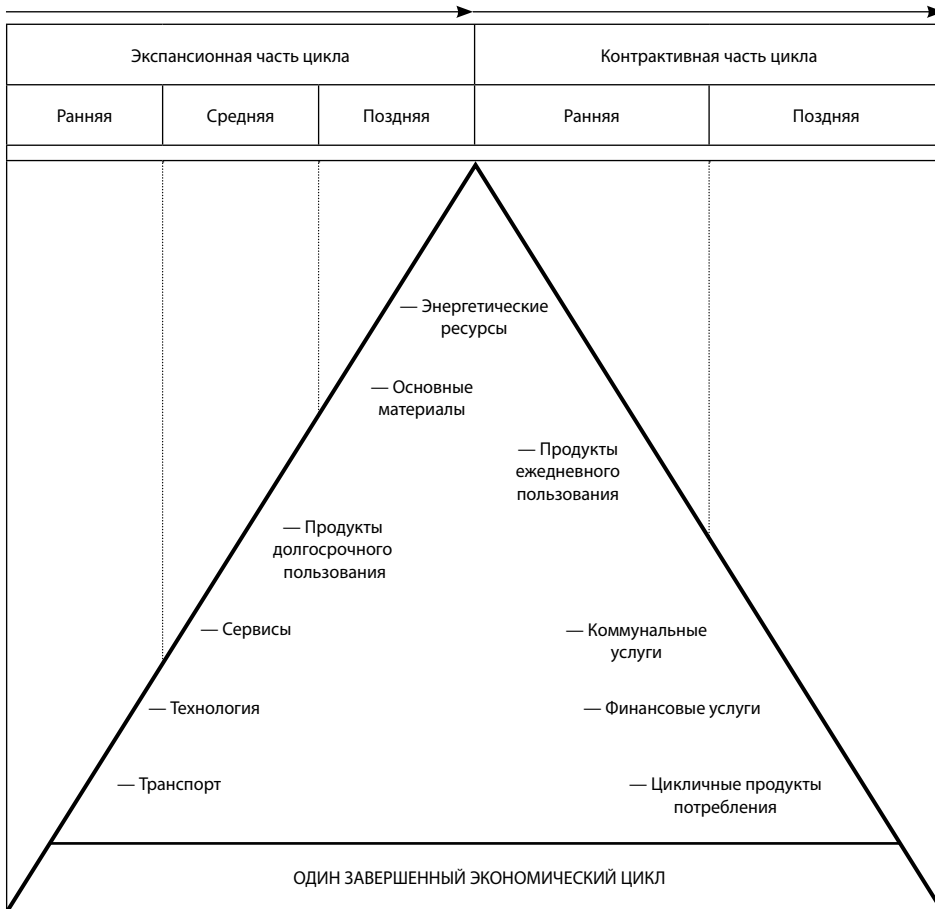


Рис. 11.3. Циклы популярности акций внутри экономического цикла

Другой пример. Конец финансового года в Японии приходится на 31 марта. Ввиду этого растет волатильность на спот-рынке доллар/иена, поскольку перед концом финансового года японские компании конвертируют прибыли от зарубежных операций в иену. Это пример того, как рынки валют значительно видоизменяются не из-за появления новой экономической информации, влияющей на фундаментальное соотношение сил между валютами, а из-за неких особенностей ликвидности, необоснованных с точки зрения экономической науки (рис. 11.4).

Циклы, связанные с отчетностью, несложно обнаружить на исторических графиках цен, и технический анализ, о котором мы будем говорить ниже, позволяет их прогнозировать.

Регулирование — юридическое или налоговое — резко сужает рыночную деятельность, а подчас сводит ее к нулю. Таких примеров много не только у нас, но и в развитых странах. Например, создание в свое время Россией

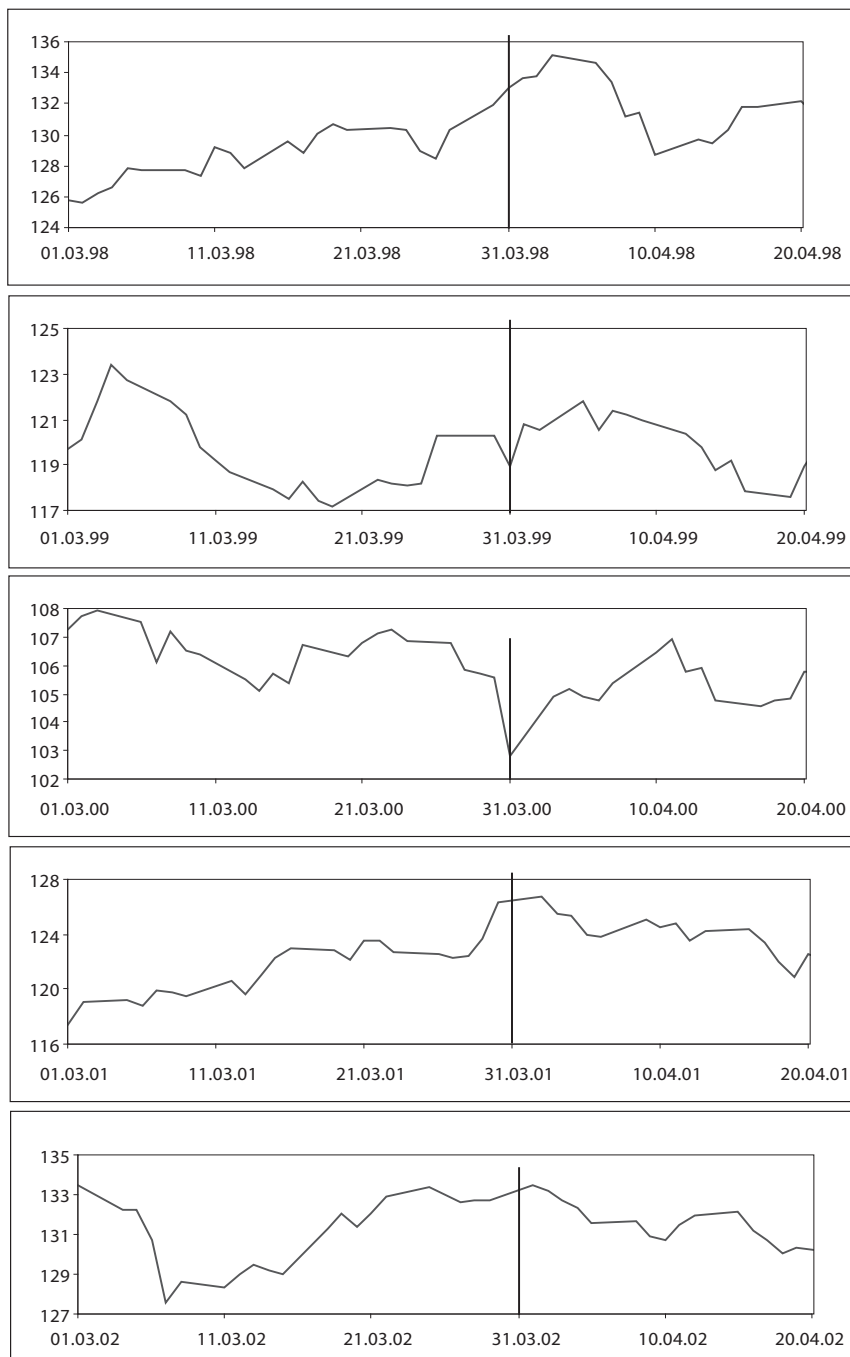


Рис. 11.4. **Поведение курса доллар/иена в конце финансового года в Японии**

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

юридической среды для портфельных вложений в счета типа «С» привело западных инвесторов на рынок российских государственных бумаг.

Ликвидность (т.е. размеры финансовых потоков) во многом подвержена *влиянию моды*. Интернет захватил весь мир, под его воздействие попали все слои населения, хотя вера в великое будущее новой технологии не поддерживалась фундаментальными показателями: компании были убыточными, и роста прибыли не ожидалось долгие годы. Иными словами, некий эмоциональный настрой определил движение рынка в несравненно большей мере, чем экономические факторы.

Обратите внимание на очень важный момент. Цена предмета, который вошел в моду, как правило, поднимается выше каких-то разумных пределов, и всегда находятся люди, которые подводят под это вполне разумное обоснование. Потом мода на вложения заканчивается, инвесторы перестают покупать, а, следовательно, ликвидность уходит, и цена рушится.

Представьте себе, например, корицу и гвоздику. Все великие географические открытия европейцев были сделаны во имя обладания этими драгоценными в XIII–XVII вв. продуктами. Недавно предметом охоты были биотехнологии, которые захватили умы американских инвесторов в начале 1990-х, а затем, в конце 2000 г., — Интернет. Если говорить о стиле инвестиций, который ориентируется на моду, то он — одновременно и самый выгодный, поскольку ваши прибыли растут, когда мода захватывает все новые категории инвесторов в тот же инструмент, что и вы, но и самый опасный, потому что максимально заражает нашу психологическую составляющую.

Важна ликвидность, возникающая благодаря *корреляции активов* (например, российские акции «второго эшелона» ликвидности редко обращаются, и их тенденция в значительной мере объясняется тенденцией «первого эшелона»). Иными словами, тенденция, положительная для одного рынка, расширяет возможности каждого из активов.

Классификация участников рынка

Этот параграф нужен для того, чтобы параллельно с обсуждением ликвидности упомянуть о разных торговых стилях. Участников рынка группируют на основе разных принципов. Например, если за основу классификации взять источник денег, то к крупнейшим игрокам на рынке можно отнести пенсионные фонды, паевые фонды, хедж-фонды и т. д.

Если провести группировку игроков по стабильности инвестиционной базы, то менее всего подвержены оттоку денег пенсионные фонды. По склонности к инновациям и рискам свою жизнеспособность в этой области доказали хедж-фонды. Кроме того, следует упомянуть торговые подразделения банков, которые предоставляют участникам рынка площадку для обмена. Это те самые маркетмейкеры, которые так важны для существования любого рынка.

Даже из этого перечня участников рынка и подходов к их ранжированию становится очевидно, насколько различны их интересы в зависимости от источников финансирования, уровней принятия риска, отношения к инновации, размера собственных инвестиций и т. д.

Остановимся на одной из классификационных групп, важной для понимания динамики рынков акций. Речь идет о градации портфельных инвесторов на «глобальных», «фундаментальных», а также, в меньшей степени, «индустриальных». Базовый принцип первых: то, что хорошо для экономики данной страны, хорошо и для ее крупнейших компаний. Поэтому «глобалисты» фокусируются на анализе макроэкономических показателей и инвестиций в самые ликвидные акции, с предпочтением секторов, максимально представляющих экономику. При этом анализ самих компаний, как правило, отходит на второй план.

«Фундаменталисты» отслеживают страновой риск, но фокусируются на поиске компаний с недооцененным потенциалом. Такие инвесторы готовы покупать менее ликвидные акции.

«Индустриалисты» верят в то, что оперируют в глобальном пространстве и внутриотраслевые тенденции охватывают данную отрасль во всем мире, вне зависимости от страны. Например, в США резкое увеличение потребности в бумаге создает возможности для роста экспорта или приобретения американскими компаниями предприятий лесоперерабатывающей промышленности во всем мире. Аналогичный подход можно наблюдать по отношению к телекомам или «нефтянке». «Индустриальные» инвесторы покупают исходя из сравнительной дешевизны компаний не столько на местном рынке, сколько на международном (вспомните график движения акций бразильской Petrobras и ЛУКОЙЛа). Они менее детально изучают макроэкономическую ситуацию в той или иной стране.

Существенным штрихом к пониманию принципов принятия решений инвесторами является то, что все три категории портфельных инвесторов обязательно *сравнивают альтернативы вложений* с аналогами в других странах и компаниях. Именно поэтому, как мы уже говорили, граждане страны или сотрудники фирм — субъектов инвестиций удивляются инвесторам, которые продолжают покупать их активы, несмотря на то что им известны внутренние проблемы, существующие в компании.

Инвесторы же понимают, что идеала нет, и выбирают из имеющихся альтернатив. Кроме того, из-за необходимости диверсифицировать портфели они часто вкладывают деньги и в менее интересные идеи.

На рынке еврооблигаций западные инвесторы делятся на специализированные фонды развивающихся рынков и «перекрестные». Первые инвестируют в Россию часть портфеля международных вложений, ориентируясь на рыночный индекс облигаций развивающихся стран (Emerging Markets Bond Index — EMBI, созданный и поддерживаемый банком J.P. Morgan). Последний установлен путем взвешивания цен еврооблигаций развивающихся стран в определенной этим банком пропорции. Затем специализированные

фонды выбирают свои пропорции инвестиций, стараясь, чтобы их портфель заработал больше индексного. Для этого необходимо «угадать», какие страны окажутся более надежными заемщиками.

«Перекрестные» фонды, как правило, специализируются на нескольких направлениях, в основном фокусируясь на высокодоходных облигациях (с рейтингом ниже BBB по шкале рейтингового агентства S&P). В основном это облигации компаний США и Европы. При инвестициях в развивающиеся страны «перекрестные» фонды преследуют цель получения не только дополнительной прибыли, но и использования возможностей диверсификации, т. е. уменьшения корреляции с активами, обращающимися на рынках развитых стран.

В данную классификацию не включено разделение инвесторов на местных и международных, на частные и правительственные долговые агентства, на суверенные фонды и многие другие категории, которые, тем не менее, оказывают на международные рынки значительное влияние.

К одной из таких категорий относятся корпорации. Как мы уже говорили, в последние годы на рынках акций в важный источник ликвидности превратились сами компании. Они стали выкупать свои акции, да в таких размерах, что, по некоторым оценкам, их покупки достигли 6% капитализации всего американского рынка. За один только 2006 г. они выкупили акций на \$602 млрд. Иными словами, куда ни глянь, есть очень и не очень четко определенные группы интересов, каждая из которых имеет разную, если не сказать противоречащую другим, инвестиционную философию. *Из этих лоскутков человеческих предпочтений и соткан рынок.*

Практическое применение концепции ликвидности для объяснения поведения рынков

Этот раздел является одним из самых важных для читателя, серьезно настроенного разобраться в рынках. Мы продемонстрируем практическое применение вышеизложенных выводов на нескольких примерах, чтобы показать «нелогичные» взаимосвязи разных рынков. Понимание этих процессов позволит вам лучше понять и механику возникновения кризисов, и доработать собственные методы анализа рынков.

Первый пример. В декабре 1994 г. вслед за объявлением о девальвации песо, сделанным Мексикой, упали не только ее фондовые и валютные рынки, но и рынки нефти, цветных металлов, австралийского доллара и т. д. Хотя Мексика добывала нефть, она не являлась экспортером и крупным потребителем меди. Кроме того, у нее не было значительных торговых или финансовых связей с Австралией. Как можно объяснить возможный экономический механизм воздействия этой новости на поведение цен на рынках меди и австралийского доллара с точки зрения фактора ликвидности?

Очевидно, что ответ нельзя искать в сфере экономических взаимосвязей. Получается, что события в одном активе могут повлиять на другие. Можно предположить, что продажи по всему спектру активов начали две группы фондов: валютные и сырьевые. Поскольку девальвация была неожиданной, скорее всего, валютные фонды оказались к ней не готовы, и чтобы компенсировать потери на песо, закрыли позиции в других валютах, в том числе в австралийском долларе. Поскольку девальвация и кризис в нефтедобывающей стране приводят к росту продаж нефти, то рынок спрогнозировал падение цен на нее. Тогда, по аналогии со сценарием рынка песо/австралийский доллар, фонды, инвестировавшие в сырье, продали не только нефть, но и металлы, а также другое сырье.

Следует сделать очень важное замечание. Вышеприведенный ответ предполагает, что фонды владели медью и поэтому, закрывая свою позицию, продавали ее. Если бы фонды до кризиса заняли короткие позиции в меди, то, закрывая позицию, они бы ее покупали. Иными словами, движение цен активов внутри одной группы активов во время кризисов зависит от первоначальной позиции преобладающего количества инвесторов. Как правило, кризисы заставляют фонды закрывать позиции, и все предыдущие тенденции разворачиваются.

Журналисты, как и «прогнозисты», часто пробуют найти фундаментальное экономическое объяснение происходящему и поэтому выдвигают несуразные концепции. Второй пример демонстрирует, как это происходит на практике. В октябре 1997 г. резко упал фондовый рынок Гонконга. В тот же день обвалился «Футси» (английский индекс акций). Комментаторы объяснили взаимосвязь двух рынков тем, что доходы английских компаний зависели от результатов их деятельности в Азии. Это объяснение казалось неправдоподобным. Как можно было объяснить происходящее с точки зрения ликвидности?

Общее настроение рынка повлияло на активы, не относящиеся к Гонконгу. Поскольку инвесторы диверсифицировались в разные активы, в момент резкого снижения цен в одном активе они фиксировали прибыль в других, чтобы гарантировать минимальную стабильность общего результата своего фонда. В результате инвесторы продали активы, на которых, казалось бы, не должны были сказываться внутренние проблемы других стран.

Третий пример. Представьте себе ситуацию на финансовых рынках в середине 2001 г. Рынки американских акций падали. В августе 2001 г. Аргентина объявила дефолт, а 11 сентября того же года мир был потрясен террористическими актами в Нью-Йорке. Цены на нефть упали.

Можно себе представить, как сильно нервничали инвесторы во все классы активов, включая тех, кто инвестировал в облигации стран с развивающейся экономикой. В этой ситуации банк J.P. Morgan объявил об изменении структуры индекса рынка облигаций развивающихся стран (EMBI), который служит инвесторам, вкладывающим в эти облигации, базой для сравнения. В соответствии с этим объем Аргентины в индексе резко уменьшался пропорционально обесценению ее облигаций. Долю Аргентины замещали

еврооблигации России. Как должны были рассматривать эту информацию инвесторы в облигации РФ?

Первоначально облигации России падали в унисон с рынком. После изменения ее доли в индексе ориентировавшиеся на него инвесторы начали покупать российские облигации, поскольку должны были увеличить долю России в портфеле, чтобы их показатели в будущем не намного отличались от индекса EMBI, с которым сравнивают достигнутые ими результаты.

Таким образом, несмотря на падающие международные рынки, образовалась противоположная тенденция, и котировки российских долгов укрепились.

Наконец, четвертый пример. Летом 2007 г. резко упали рынки акций во всех развитых странах. Причем во многих случаях акции «хороших» компаний упали в большей степени, чем акции «плохих»!

Оказалось, причина в том, что многие фонды вложили деньги в спредовые стратегии, которые мы описывали выше. Они купили акции «хороших» компаний и продали акции «плохих» внутри тех же сегментов, считая, что тем самым минимизировали риск неугадывания направления рынка в целом. Фонды пытались использовать возможный дисбаланс цен между «хорошими» и «плохими» компаниями.

Но много на такой стратегии не заработаешь, особенно если эта идея одновременно приходит в голову большинству, поэтому фонды заняли денег, т. е. использовали финансовое плечо. Раньше они могли продать акции одной компании на \$1 млн и купить акции другой — тоже на \$1 млн. Но раз стратегия с низким риском, то банки одолжили им еще по \$10 млн.

Все шло хорошо, пока у банков были деньги. Но тут грянул кризис субпраймной ипотеки, и банкам потребовались средства для своих нужд¹. Они попросили фонды вернуть часть денег. В итоге те были вынуждены продать «хорошие» акции и купить «плохие». Таким образом, изменение ликвидности на одном рынке привело и к падению, и к искажению цен на другом. При этом, обратите внимание, фундаментально никто не изменил свой взгляд на ценность компаний!

Теперь заключительный вопрос: почему мы используем кризисные ситуации для демонстрации примеров влияния ликвидности на цены? Потому что именно в чрезвычайных обстоятельствах видишь те опасности, которые нужно иметь в виду. Что можно сделать? Если вы считаете, что ваша инвестиция хорошая, то постарайтесь пересидеть кризис. Если вы так больше не думаете, то продайте ее и купите то, что покажется вам интересным. Поступив так, вы, конечно же, зафиксируете свой убыток, но если после шока ликвидности рынок начнет расти, то ваша новая акция вырастет быстрее.

На рисунке 11.5 изображен график падения акций Citigroup и Merrill Lynch в сентябре-ноябре 2007 г., а на рис. 11.6 — график гораздо более быстрого восстановления цен их более успешного конкурента — банка Goldman Sachs за тот же период времени.

¹ Этот пример также показывает взаимосвязь ликвидности разных рынков.

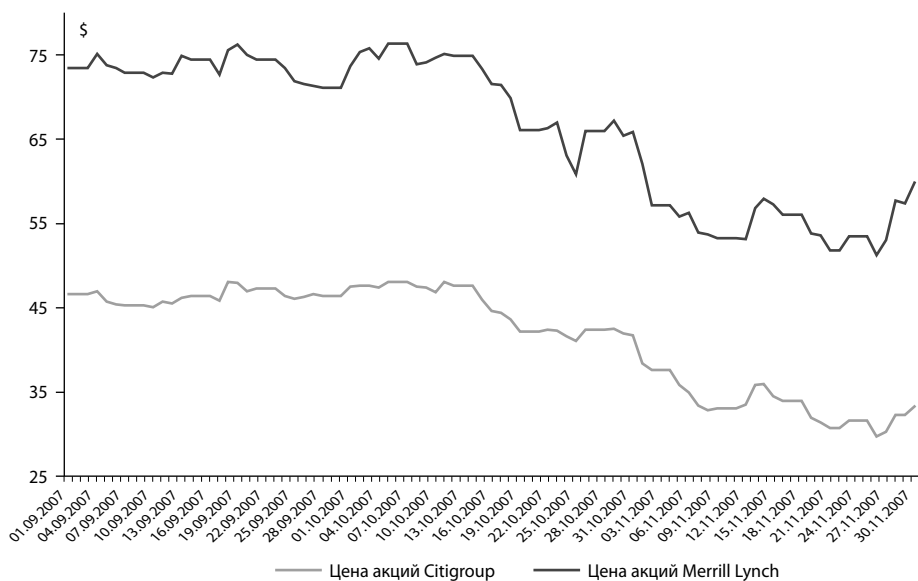


Рис. 11.5. Движение акций Citigroup и Merrill Lynch в сентябре-октябре 2007 г.

Источник: Блумберг

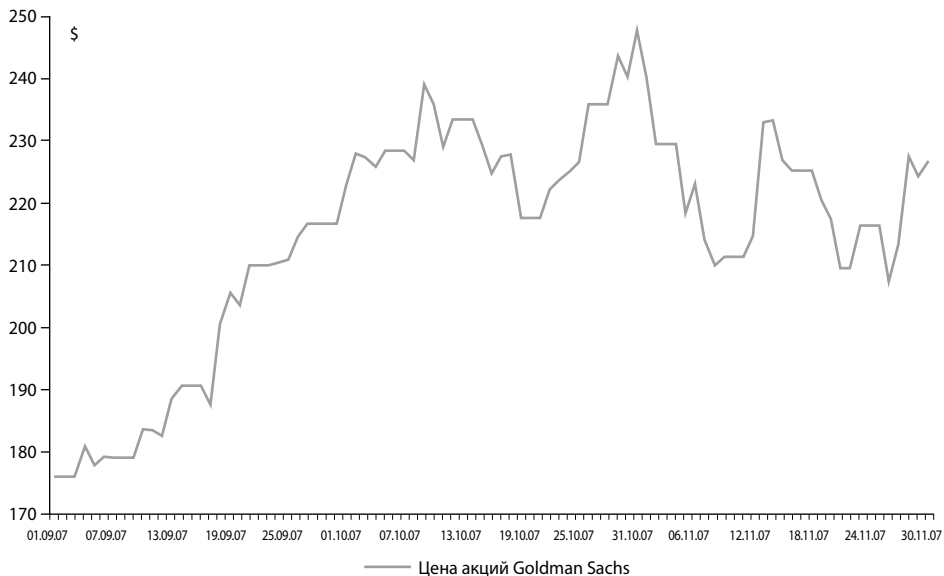


Рис. 11.6. Движение акций Goldman Sachs в сентябре-ноябре 2007 г.

Источник: Блумберг

Глава 12

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Определение фундаментального и технического анализа

Профессионалы принимают решения купить и продать любой актив на основе анализа. В связи с этим одним из самых дискуссионных предметов для представителей рынка является взаимодействие фундаментального и технического анализа.

Первый базируется на анализе всей доступной информации по объекту анализа. Они анализируют состояние экономики в стране, политику правительства, конкуренцию в отрасли, динамику финансовых показателей компании, и т. д. Второй основывается на графиках исторического поведения цен. Сторонники фундаментального анализа создают модели поведения объекта, которые систематизируют известную информацию и позволяют делать прогнозы. Технические аналитики изучают графические конфигурации цен. На их базе они создают сценарии поведения, зачастую не зная, какой актив анализируют, поскольку теоретически сочетание конфигураций должно приводить к одним и тем же прогнозам независимо от актива.

Приверженцев фундаментального анализа больше, чем тех, кто предпочитает технический. Это легко объяснить с точки зрения психологического комфорта: чем больше мы знаем об объекте анализа, тем лучше себя чувствуем. Кроме того, представления о том, что «картинки» могут предсказывать, выглядят как дилетантство, несмотря на то что технический анализ используется на протяжении уже нескольких столетий. Более того, по крайней мере две школы технического анализа (европейско-американская и японская), не зная друг о друге, эволюционировали параллельно. Вряд ли такое долгожительство было бы возможно, если бы они не представляли никакой практической ценности.

Парадокс в разнице восприятия методов налицо, ведь обе концепции в равной мере основываются на предположении о возможности предсказать поведение анализируемого субъекта. Здесь следует еще раз упомянуть известное высказывание: «Тяжело прогнозировать... особенно будущее». Иначе говоря, все, что касается любого метода прогнозирования, несет значительный риск. Отсюда возникает вопрос: какими преимуществами и недостатками обладает как фундаментальный, так и технический анализ?

Сложность, связанная с тем, насколько эффективно разные школы прогнозируют финансовые результаты, возникает не только из-за таких очевидных факторов, как возможная ошибка в оценках спроса, или неожиданная конкуренция (фундаментальный анализ), или неправильное прочтение технической конфигурации, появившейся на историческом графике поведения цен актива (технический анализ). Она возникает также из-за проблематичности классификации факторов на технические и фундаментальные.

Из всех «сложноклассифицируемых» факторов самым значимым является ликвидность.

Все те, кто когда-либо работал на финансовых рынках, понимают, что она является определяющим фактором поведения цен. Напомним, ликвидность — это потоки финансовых ресурсов на рынке. Если ресурсов много, а активов мало, то цены последних увеличиваются. «Цена растет, поскольку покупателей больше, чем продавцов», — такое классическое ироничное объяснение дают на Уолл-стрит, когда пробуют найти объяснение ее «беспричинного» роста.

Теперь, когда мы знакомы с определениями всех трех типов анализа, попробуем их увязать в единый механизм, который должен помочь инвестору в принятии правильных решений. Анализ ликвидности находится на перекрестке фундаментального и технического анализа. Это своего рода смычка. Обоснованием для покупки или продажи могут быть как фундаментальные, так и технические заключения. Сила же этих убеждений проявляется в *объеме* движения денег — ликвидности. Инвесторы и трейдеры постоянно отслеживают такие факторы, как количество открытых контрактов на биржах (мы показывали на графике один из таких индикаторов). Они все время интересуются тем, появились ли новые деньги на рынке. Вопросы о происхождении денег («русские» или «западные», пенсионные или фондовые) направлены на выявление «сильных» и «слабых» рук рынка, т. е. тех, кто может долгое время удерживать позицию, и тех, кто этого делать не может.

Ответив на вопрос о происхождении денег, легче оценить устойчивость тенденции (тренда). Даже если инвесторы уверены в фундаментальных факторах, воздействующих на рынок, с помощью анализа ликвидности они надеются получить ответ на вопрос о силе и продолжительности тренда. Факторы, от которых зависит ликвидность, непонятны без анализа, но часто мы можем заметить изменение ликвидности на исторических графиках.

На графиках мы также можем оценить силу тенденций.

Понимание, как они работают, поможет сберечь вам много нервов и предотвратить некоторые ошибки. Поэтому мы обсудим несколько важных приемов этого типа анализа.

Объяснение ключевых понятий технического анализа

Еще одно определение технического анализа

Технический анализ — это прикладная социальная психология сегмента населения, который занимается инвестициями. Его назначение состоит в том, чтобы выявить тенденции и их изменения в поведении толпы (невежливый синоним «участников рынка») с целью принятия разумных торговых решений. Если вы склонны к анализу исторического поведения цен, если вы спрашиваете брокера, *на каком уровне* вам лучше входить в позицию или выходить из нее, значит, у вас есть склонность к техническому анализу. Если же задаетесь только вопросом: *почему* нужно входить в данную позицию? — то вы тяготеете к фундаментальному анализу.

Как бы то ни было, и как «техник», и как «фундаменталист» вы задаетесь похожими вопросами, связанными с вероятностным исходом по отношению к инвестициям/трейдингу, поскольку обе группы специалистов опасаются преждевременных входов в позицию и поспешных выходов из нее.

Технический анализ с точки зрения фундаментального аналитика

Оценки участников рынка многообразны и отличаются друг от друга. Торговые решения, которые принимаются на базе разных оценок в определенный момент, приводят цены к некоему равновесию (результат процесса «нахождения» правильной цены). Оно выражается не в конкретной цене, а в некоем диапазоне цен. Считается, что до 70% времени рынки находятся в ценовых диапазонах.

Здесь мы подошли к первому термину, используемому в техническом анализе, — диапазону. *Диапазон* — это часть ценовой шкалы, которая ограничивается сверху и снизу предыдущими экстремальными значениями цен данного инструмента. Верхнее экстремальное значение называют *уровнем сопротивления* (см. рис. 12.1, на котором изображен график Google), а нижнее — *уровнем поддержки* (уровни сопротивления цен и поддержки цен).

Степень волатильности цен внутри диапазона зависит от объема новой информации и денежных средств (ликвидности), поступающих на рынок или уходящих с него. Они проявляют себя в резких движениях. Затем новая информация уже не кажется такой уж новой, и колебания «угасают». Между тем все экстремальные значения — точки,

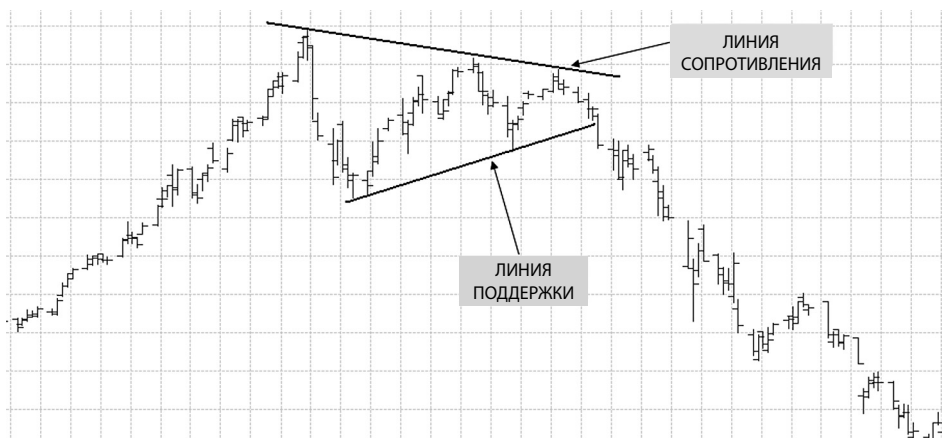


Рис. 12.1. **Уровни поддержки и сопротивления на графике акций Google¹**

Источник: Investormonitor.ru, «Альфа-Банк»

на которых остановился рынок после шока, вызванного новой информацией, остаются на графиках и превращаются в уровни сопротивления и поддержки. Рынок как бы говорит: «Если поступает неожиданная информация или меняется ликвидность, то в прошлом сильный шок выразался в движении, достигающем такого-то уровня, а если он был сильнее — то такого-то».

Иначе говоря, налицо неосознанная, но вполне здравомыслящая оценка, ранжирующая непредсказуемые и противоречивые факторы по силе их воздействия на цену.

Все точки на графиках, которые послужили уровнем сопротивления или поддержки или которые прогнозируются как уровень сопротивления или поддержки, называются *техническими уровнями*.

Прорыв технических уровней, т. е. преодоление ценами технических уровней, на графиках цен актива (рис. 12.2) служит очень сильным *техническим сигналом*, обуславливающим необходимость нового плана действий.

Прорывами считаются закрытие цены периода (например, часа — на часовых графиках, дня — на дневных) выше или ниже предыдущего технического уровня. Такие изменения происходят нечасто, и, как правило, сигналы технического анализа во многом упреждают переоценку рынка фундаменталистами.

¹ Каждая вертикальная «палочка» на графике представляет собой историю поведения цен за торговую сессию. Верхнее значение «палочки» — верхнее значение цены, а нижнее значение — нижней. Горизонтальный отросток слева — цена открытия. Горизонтальный отросток справа — цена закрытия.

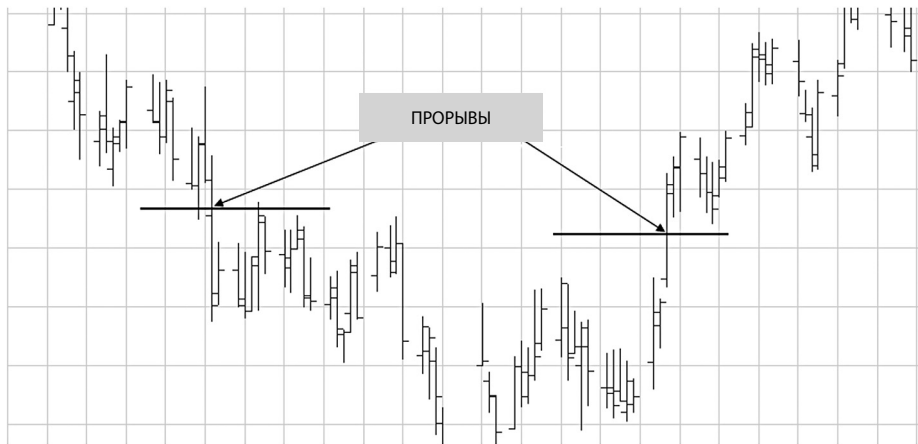


Рис. 12.2. Технические уровни на графике акций IBM

Источник: Investormonitor.ru, «Альфа-Банк»

Например, закрытие над линией сопротивления или под линией поддержки будет считаться прорывом. Почему прорывы так важны? Потому что с момента, когда технический уровень прорван, мы ожидаем движения цен в направлении прорыва. Рынок как бы говорит нам: «Появилась информация, или накопилась информация, или поменялось мнение... и поэтому я считаю, что цена должна находиться на другом уровне, который вам, трейдерам и инвесторам, предстоит найти».

Приверженцы технического анализа, как и «фундаменталисты», активно пользуются *тенденциями* и другими показателями, помогающими быстро определять вектор движения рынка, который называют *моментумом*. Рассмотрим логику последних. В биржевом лексиконе есть выражение: «Рынок делает более высокие максимумы и менее низкие минимумы». Эта фраза означает: достигая новых, более высоких, ценовых значений, цены актива корректируются не до предыдущих низких значений. На графиках тенденция подъема цен очевидна. Так же как на графиках понижательных (медвежьих) тенденций верно обратное высказывание (рис. 12.3).

Чтобы точнее использовать обнаруженный вектор, трейдеры соединяют значения экстремальных цен одной прямой. Соединя локальные минимумы цены (уровни поддержки, о которых говорилось выше), они получают линии, ниже которых рынок не должен падать в будущем. Аналогично, соединя значения экстремальных максимумов цены, т.е. уровни сопротивления, они получают линии, выше которых рынку будет сложно пойти в будущем. Интерполируя эти линии на будущие периоды, часто удается предсказать последующие сигналы к приобретению (уровни поддержки) и продажам (уровни сопротивления).

На рисунке 12.3 обратите внимание, что минимальное значение пересматривается рынком ежедневно. Это происходит благодаря включению

механизма обратной связи, о котором говорит Дж. Сорос: падающая тенденция стимулирует дополнительные продажи и, следовательно, более низкие уровни цен. Закрытие же рынка под уровнем тенденции рассматривается как сигнал к ускоренному падению.



Рис. 12.3. **Линия сопротивления на графике акций банка Société Générale**

Источник: Investormonitor.ru, «Альфа-Банк»

Именно этот простой метод привлекает целый класс участников рынка, которые вкладывают деньги на базе анализа вектора рынка и силы его момента. Инвесторы такого типа входят в рынки, пока наблюдается тенденция, и обращаются к графикам за сигналами, которые могут заключаться, например, в том, что рынок достиг консенсуса; что ценовой диапазон, в котором в прошлом закрепился данный актив, возможно, следует пересмотреть в сторону повышения или понижения; т. е. начинается новый процесс «поиска цены» в направлении новой тенденции.

Возникновению технических тенденций часто сопутствуют сообщения типа «Россия подтвердила курс на реформирование экономики, а поэтому следует вкладываться в ее рынок». Подобные поверхностные заявления вырождаются в «заклинания», которыми долгие месяцы объясняют движение капитала на рынке и которые отражаются на графиках и могут быть проанализированы на предмет новых технических конфигураций.

Таким образом, *технический анализ — консолидированный вывод из всех фундаментальных мнений и потоков ликвидности*. Технические аналитики не пытаются определить, какой вывод фундаментального анализа окажется правильным, — они предсказывают, какие вероятные ценовые изменения повлекут переоценки ранее ожидаемой информации в том или ином направлении. Рекомендуем вам перечитать этот параграф еще раз, чтобы объединить в своем сознании разноплановые понятия разных типов анализа.

Отражение взаимодействия финансовых потоков на графиках динамики цен при техническом анализе

«Входы в рынок» разных категорий инвесторов хорошо прослеживаются на графиках поведения цен. Например, они часто показывают внутрисдневную цикличность. Если несколько дней подряд цены российских акций растут в первые часы торговли и падают в лондонское время, очевидно, что российские инвесторы покупают, а западные — продают.

На рынке фьючерсов S&P известно, что утренние тенденции на время утихают примерно в 12.00 (по чикагскому времени), когда биржевые трейдеры уходят на обед. В обоих примерах график покажет подтвержденную цикличность, и инвестор сможет ею пользоваться, возможно, даже не понимая причин ее возникновения.

Почерк «глобалистов» — большие позиции в «голубых фишках» — проявляется в ценовых разрывах на графиках: объемы «глобалистов» «съедают» все предложение во время покупки, и цены взлетают, чувствуя прилив спроса. Вход в рынок двух других категорий инвесторов также может вызвать разрывы, при этом «индустриалисты» очень часто обнаруживаются по высокой корреляции тенденций в нескольких странах. Иными словами, моменты «входа» можно отследить по графикам цен, особенно если торговля осуществляется на бирже и информация об объемах торгов публикуется.

Зная ценовой уровень входа, можно определить и уровень цен, на котором инвесторы начнут терять деньги, и уровень, на котором те, кто не успел набрать позицию раньше, будут пробовать ее добрать.

Последний параграф еще раз возвращает нас к важному фактору функционирования рынка: *к какой бы категории не относились его участники, они должны выбрать не только направление действия и актив, но и уровни «входа-выхода» из рынка.* Поэтому они ждут намеченных уровней входа, в значительной мере ориентируясь на ценовые графики. Именно апеллируя к техническим уровням, брокеры говорят, что на данном уровне большие заказы на покупку или на выход из позиций.

Принципы использования технического анализа

Процесс анализа

Базовые определения и принципы, лежащие в основе технического анализа, *не гарантируют успеха!* Значительную роль играет индивидуальное искусство интерпретации графиков. Процесс работы с ними проходит следующим образом:

- во-первых, в каждом конкретном случае вы находите на графике максимально возможное количество знакомых конфигураций;
- во-вторых, на их базе определяете наиболее вероятный вариант;

- в-третьих, на основе этого варианта разрабатываете альтернативы поведения, каждая из которых не считается полной, пока не включает в себя точки входа и выхода;
- наконец, в-четвертых, если события развиваются по другому сценарию, вы определяете, какая из конфигураций, отобранных в первом пункте, лучше подходила для объяснения происходящего, или находите новую альтернативу.

Если вам удалось найти алгоритм, описывающий рынок, вы чувствуете себя как бог. Это очень странное чувство, когда кажется, будто рынок делает то, что вы ему приказываете.

Третий пункт кажется тривиальным, но именно он служит ключом к пониманию того, почему технический анализ пользуется у многих дурной славой. Они утверждают, что большинство методов не подтверждается тестированием. С ними трудно не согласиться, но эти инвесторы упускают очень важную составляющую успеха: предоставляемую техническим анализом возможность оперативного управления позицией. Она возникает благодаря гибкости метода, поскольку в любую минуту инвестор может отказаться от ранее выбранной конфигурации.

Отбор моментов для применения метода увеличивает его эффективность: не во все конфигурации мы готовы каждый раз инвестировать. Например, если весь рынок акций начал падать, а ваша акция достигла уровня поддержки, вы вряд ли купите ее или, если купите, то хотя бы снизите объем инвестиций.

Не забывайте фиксировать, какие из этих приемов помогают вам зарабатывать, какие — управлять риском (например, дают сигналы выхода), какие уточняют время входа, а какие не могут использоваться независимо и требуют подтверждающих сигналов.

Выбор приемов напоминает выбор оружия рыцарями. Подобрав нужные методы, вы получаете способность находить ориентиры для принятия решения. Чем лучше вы владеете приемами, тем более надежные у вас ориентиры. От вашей техники структурирования торговли и психологического стиля зависит, насколько вы улучшите или ухудшите результаты, полученные на базе одних и тех же ориентиров.

О каких ориентирах идет речь?

1. О характеристике рынка. Ее вы получаете, визуально анализируя график. На первом анализе вы смотрите, находится ли рынок в диапазоне или в тенденции на дневных графиках. Какова динамика цен на краткосрочных и долгосрочных графиках?
2. О стиле движения. Какие конфигурации встречаются наиболее часто?
3. О цикличности. Присущи ли рынку циклы?
4. О ликвидности. Есть ли показатели ликвидности?
5. О наличии разных категорий сигналов. Сигналы, помогающие входить и выходить, или только входить, или только выходить, или предостерегать от входа.

Первые четыре пункта более или менее понятны, хотя *их нужно проверять раз в месяц*, чтобы переоценивать свой взгляд на рынок. Именно при такой переоценке вы постигаете истинную значимость второго пункта: внезапно вы обнаруживаете, что рынок не имеет достаточного числа узнаваемых конфигураций, которые, как вам казалось, на нем присутствовали! Следовательно, вам нужно воздержаться от торговли. Иначе, как вы помните, подпадете под власть психологической предрасположенности к «нахождению» закономерностей в случайных ситуациях.

Рынкам присущи циклы, как правило, связанные с ликвидностью и какими-то устойчивыми явлениями, например календарем налоговых платежей. Мы уже говорили о некоторых «аномалиях» рынка акций: январском эффекте, эффекте вложений в ноябре-декабре и т. д. Такими характеристиками нужно пользоваться при торговле, потому что они помогают выявлять факторы, стоящие за динамикой рынка, и позволяют техническому аналитику прицельно изучать фундаментальные факторы и факторы ликвидности, на которых основываются циклы.

Следует, однако, заметить, что циклы необходимо корректировать с поправкой на некоторые обстоятельства. Например, многие события, такие как отчеты правительства на американских сырьевых рынках, происходят не в конкретные календарные дни, а в дни недели. Отчет по занятости тоже публикуется в первую пятницу месяца, а не в определенный календарный день, поэтому количество дней цикла может варьироваться в зависимости от количества рабочих дней в конкретной неделе.

Использование технических уровней

Технические уровни являются одним из самых ценных результатов анализа. Они позволяют выбирать цены, по которым инвестор готов покупать, продавать, увеличивать и уменьшать позиции. Каждый инвестор выбирает свои любимые технические уровни, некие пределы, которые служат разделами между устоявшейся динамикой цен и нарождающейся. Возможно, вы будете торговать против поддержки, а возможно, против сопротивления. Казалось бы, всего две точки, но они предлагают несколько торговых правил:

- пока рынок не дошел до одного из пределов, вам не имеет смысла торговать — вероятность заработка равна вероятности угадывания;
- когда рынок дошел до верхнего предела (или немного ниже), вы должны продавать. Это непросто, поскольку появляется желание купить в надежде на прорыв. Но, продав, вы немедленно устанавливаете стоп-аут 1–2 базисных пункта над точкой предела. Это мизерная цена за ошибку! Скорее всего, цена вернется в диапазон, и вы заработаете. Если же прорыв произойдет, то вы тут же купите позицию в удвоенном размере в направлении прорыва;

- если прорыв оказался фальшивым, вы ставите стоп под нижним пределом (к сожалению, очень длинный).

Аналогично работает система и в обратном направлении.

Для максимизации результатов мы рекомендуем накладывать на эту базовую систему один-два вторичных индикатора, например осциллятор (о котором мы будем говорить позже) или тенденцию. Тем не менее напомним правила управления инвестициями, которые можно сочетать с данными техническими сигналами:

- *если вы считаете, что рынок находится в среднесрочной тенденции, дневные позиции в направлении тенденции должны быть больше, чем позиции против тенденции;*
- *размер позиции также можно увеличить.* При этом он должен быть рассчитан таким образом, чтобы величина потерь не превышала желаемой на важном уровне сопротивления или поддержки. Иными словами, если вам придется закрыть свою позицию, это должно произойти после того как технические уровни пробиты и вероятность возврата обратно в диапазон является небольшой. Таким образом, правильно выбранный технический уровень должен в том числе и предотвращать несвоевременное закрытие позиций.

Обсуждение общепринятых методов технического анализа

Скользящие средние

Другим важным методом технического анализа являются так называемые *скользящие средние*. Из базовой статистики известно, что в целом динамика всех явлений определяется центростремительной тенденцией. Например, видя продажу своих акций рынком, компании стараются изменить свое поведение, и цена идет вверх. Вслед за этим увеличивается конкуренция в отрасли, прибыли снижаются, и цена идет вниз.

По сути, механизм обратной связи между явлениями предполагает, что, дойдя до одной из границ диапазона, цена будет возвращаться к его среднему значению. А поскольку средняя цена не является устойчивым уровнем, скорее всего, достигнув ее, цена по инерции продолжит отклоняться дальше, как маятник. Поэтому пересечение графиком цен их средних значений может рассматриваться как технический сигнал к дальнейшему продолжению тенденции цен. Отсюда и технические сигналы, основанные на такого рода пересечениях скользящих средних, которые очень популярны среди инвесторов.

Итак, предположим, что центростремительная тенденция заставит далеко отклонившиеся цены вернуться хотя бы к уровню средней цены за несколько дней. Тогда средняя сама по себе является серьезным уровнем сопротивления или поддержки. Если цены пересекают среднюю, то, как и в случае пересечения других технических уровней, цена будет продолжать двигаться в направлении прорыва.

Обсудим несколько практических моментов. При использовании одной средней чем чаще цены данного актива пересекают график средней, тем менее она пригодна: слишком много ложных сигналов. Иногда даже частое *закрытие* над и под средней указывает на ее непригодность. Эти дефекты легко устраняются увеличением срока, за который высчитывается средняя.

Для получения более надежных сигналов лучше использовать не пересечение средних графиками цен, а пересечение краткосрочных и долгосрочных средних. Чем больше средних используется, тем теоретически они надежнее, но тем позднее улавливается изменение тенденции и тем меньше сигналов. «Теоретически» — поскольку позднее подтверждение снижает соотношение потенциальной прибыли к потенциальному убытку. Мы рекомендуем не использовать больше двух средних.

Пересечение краткосрочных и долгосрочных средних — знак изменения тенденции. Для каждого актива существует своя комбинация средних, которую следует настроить.

Чем больше пересечений между краткосрочной и долгосрочной средними, тем больше фальстартов и тем больше должно быть расстояние между сроками. Например, если комбинация 9-дневной и 21-дневной средних дает много пересечений, протестируйте комбинацию 9–34.

Если средние параллельны, значит, на рынке есть тенденция. Если они часто пересекаются — рынок в стадии консолидации (рис. 12.4).

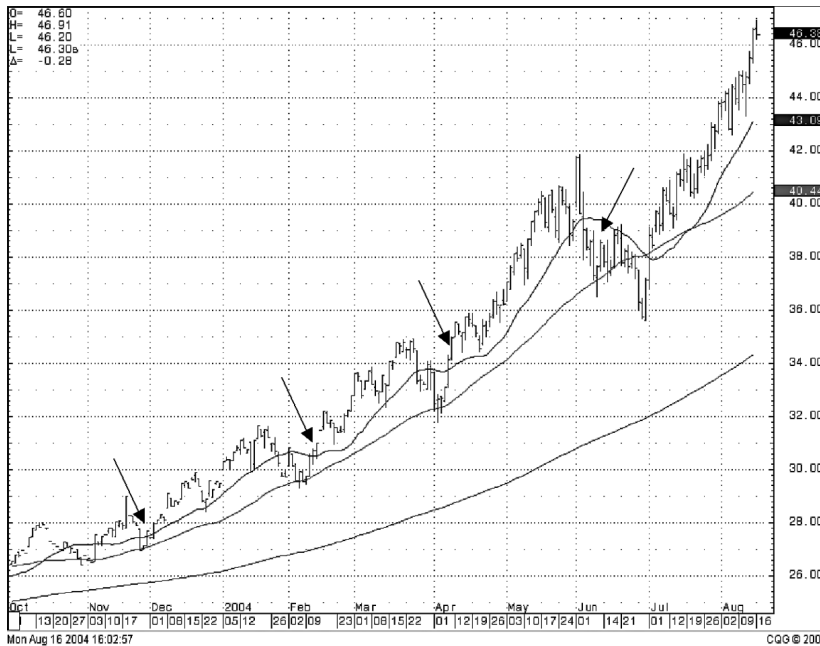


Рис. 12.4. **Обратное пересечение средних как сигнал к продолжению тенденции**

Источник: CQG, «Альфа-Банк»

Важное наблюдение, имеющее широкое практическое применение: если средние параллельны, рынок находится в тенденции и данная актив внезапно корректируется, пересекает краткосрочный график и закрывается в районе долгосрочного, возможно, наступил краткосрочный «откат» (коррекция) тенденции. «Откаты» бывают очень резкими, но, как правило, в течение двух-пяти дней тенденция возвращается. В день, когда серия пересекает *обратно* краткосрочную среднюю и закрывается за ней, следует опять входить в рынок. Сделать это очень непросто, поскольку надежные стоп-ауты далеко.

У метода в целом есть большой недостаток: средние медленно реагирует на моменты разворотов. Поскольку усредняется много значений, каждому из которых придается равный вес, разворот средней часто происходит через несколько дней после разворота цен актива.

Измерители силы тенденции цен, осцилляторы

В интервью с трейдерами часто встречаются упоминания об осцилляторах, которые включают в себя в том числе RSI, MACD, стохастики, моментум и т. д. Осцилляторы — группа методов, которые помогают измерять силу тенденции и указывать на моменты ее изменения. Эта группа методов очень популярна и строится на основе динамики изменения соотношений цен. Например, берется абсолютное значение разницы между ценами закрытия последующих дней ($\text{Цена}_2 - \text{Цена}_1$) и делится на уровень цен закрытия предыдущих дней (Цена_1). Если это соотношение растёт, то тенденция сильная. Если падает, это значит, что тенденция угасает.

Многие считают, что осцилляторы максимально эффективны для предсказания границы диапазона. Иначе говоря, если индикатор падает ниже отметки 20% или поднимается выше 80%, то следует ожидать разворота. Для каждого базового актива эти уровни могут быть разными.

Осцилляторы не срабатывают, если рынок оказался в тенденции. Тогда индикаторы этой группы очень долго «висят» выше значения верхнего предела или «ползут» ниже значения нижнего предела (как мы увидим, для каждого индикатора эти значения разные), пока тенденция не закончится.

Цель создания разных вариаций индикаторов (например, средних и осцилляторов) — найти баланс между быстрым реагированием на изменение тенденции и минимизацией ошибочных сигналов. В процессе настройки можно прийти к достаточно близким результатам, которые дают разные индикаторы (рис. 12.5).

Осцилляторы — очень ценные инструменты для определения *расхождений* (рис. 12.5): если тенденция откорректировалась и возобновилась, но, несмотря на новые экстремальные значения цен, значения осциллятора не достигают своего ранее достигнутого максимального/минимального значения, это говорит о расхождении динамики цен активов и осцилляторов. Оно свидетельствует о приближающейся коррекции или развороте тенденции.



Рис. 12.5. Сравнение поведения MACD и момента на графике акций Apple

Источник: Investormonitor.ru, «Альфа-Банк»

Нам представляется, что индикаторы приносят больше пользы, когда они подтверждают нарождающуюся тенденцию. Это момент, когда индикатор выходит из состояния «зависания» или «ползучести» и пересекает свое среднее значение. Обратите внимание, мы используем на рис. 12.6 подтверждение от двух типов осцилляторов одновременно, чтобы снизить количество фальстартов. Рисунок 12.6 демонстрирует «зависание» в левом нижнем углу, пересечение нулевого значения и расхождения на растущем и падающем рынках в центре, а также подтверждение нарождающейся тенденции пересечением осциллятора своего среднего значения на графике индекса S&P 500.

Конфигурации разворотов тенденций

Наиболее интересные конфигурации этого типа: «голова и плечи»/«обратная голова и плечи», «двойная вершина»/«двойное дно», «тройная вершина»/«тройное дно», V-разворот (его частный случай — «островной разворот»), разворот в форме блюда. Прокомментируем некоторые из них.

Известный технический аналитик Дж. Мерфи дает несколько характеристик моделей, которые представляют интерес:

- в конфигурации «голова и плечи» торговый объем должен быть больше на первой вершине, чем на последующих;
- обратное верно для «двойного»/«тройного» дна;

- V-разворот должен сопровождаться большим объемом;
- чем дольше времени занимает формирование конфигурации, тем более сильным будет разворот. Например, между вершинами «двойного верха»/«двойного дна» должно пройти не менее месяца, чтобы считать разворот состоявшимся;
- проекция цели разворота должна составлять 1–2,5 раза расстояния от «шеи» до «головы» (или от «вершины» до «шеи»).

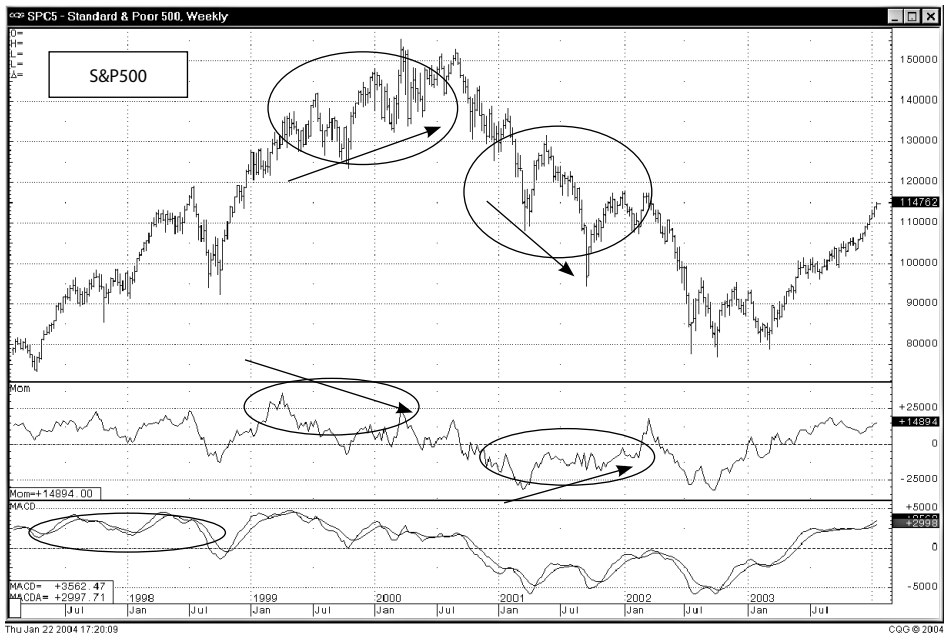


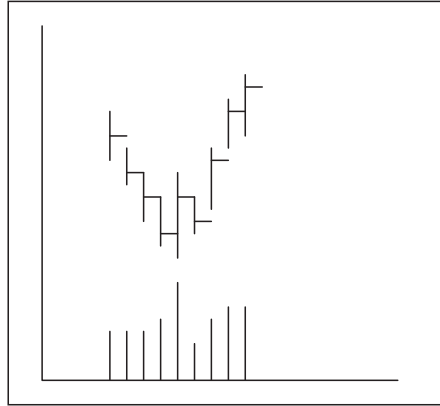
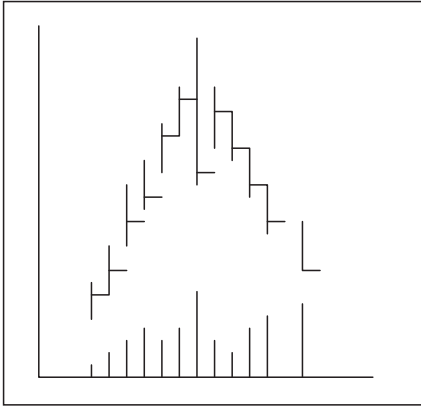
Рис. 12.6. Подтверждение нарождающейся тенденции пересечением осциллятора своего среднего значения на графике индекса S&P 500

Источник: CQG

Точки разворота — это очень мощные сигналы, но ими сложно оперировать из-за далеких стоп-аутов. Как мы уже сказали, Мерфи не только приводит несколько конфигураций точек разворота. При этом он показывает и объемы торговли, т. е. показатели ликвидности, которые должны подтверждать эти сигналы и тем самым снижать их риск (рис. 12.7).

Мы показываем сочетание технического сигнала и ликвидности, поскольку оно часто упоминается в комментариях, но, честно говоря, не считаем его полезным для предсказаний, возможно, потому, что очень значительные объемы ликвидности не регистрируются (это мы обсуждали в главе, посвященной ликвидности).

а) V-развороты



б) двухдневный разворот

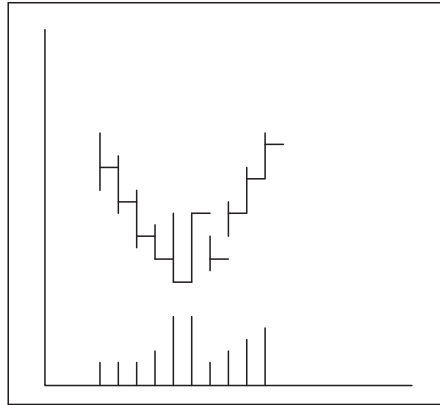
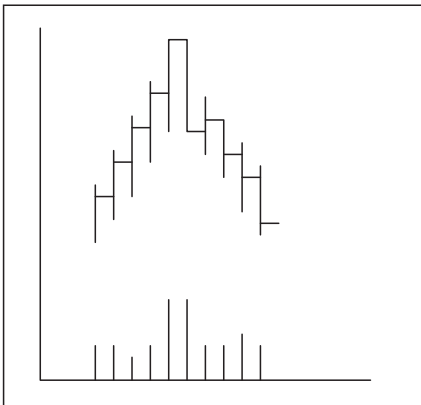


Рис. 12.7. Типы разворотов

Источник: CQG, «Альфа-Банк»

Кроме указанных основных моментов следует отметить, что на графиках «двойной вершины»/«двойного дна» и «тройной вершины»/«тройного дна» вы почти всегда увидите расхождение осцилляторов. Это не означает, что сигналы разворотов можно разгадать с помощью дополнительных подсказок, поскольку сопротивление/поддержка могут быть преодолены даже при наличии расхождения и низкого объема. Но если вы оказались правы и рынок действительно развернулся, ваш заработок может в несколько раз превзойти потери на стоп-аутах (стоп-аут — это точка, в которой инвестор частично или полностью закрывает свою позицию, чтобы ограничить убытки). Мы настоятельно рекомендуем следовать этим конфигурациям, поскольку они реально помогают, хотя и не являются стопроцентными. Как

видно на графике акций «Сургутнефтегаза» (рис. 12.8), формация «тройное дно» привела к развороту, в то время как за формацией «тройной вершины» его не последовало.



Рис. 12.8. Сработавшая формация «тройного дна» и не сработавшая формация «тройной вершины» на графике акций «Сургутнефтегаза»

Источник: CQG, «Альфа-Банк»

На рисунке 12.9 вы видите несколько конфигураций разворотов. Точки 1 и 2 в какой-то момент казались рынку самым верхом тенденции. Поскольку выглядят они как «двойная вершина», рынок мог воспринять их как сигнал к развороту тенденции вниз.

Точки 3 и 5 в момент их прохождения рынком казались бы V-разворотом, но поскольку они произошли не на экстремальных исторических значениях рынка, инвестор должен их игнорировать. Вот точка 4 — это классический разворот на экстремальном ценовом уровне, поэтому инвестор мог пользоваться эти сигналом.

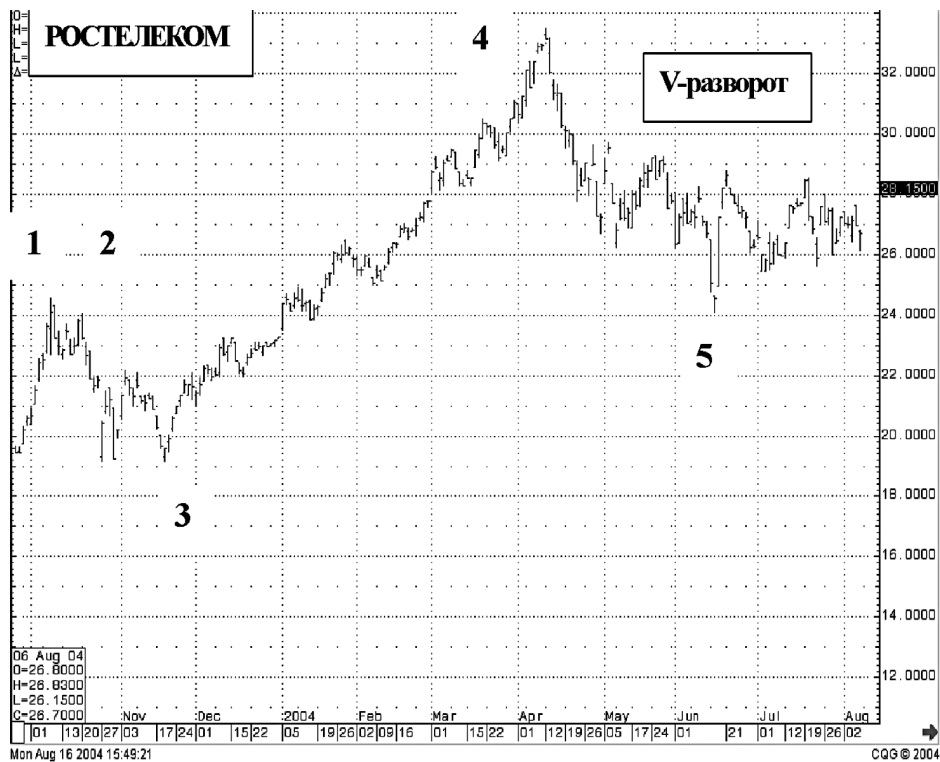


Рис. 12.9. V-развороты на графике акций «Ростелекома»

Источник: CQG, «Альфа-Банк»

V-развороты и его вариация «островной разворот» — очень мощные сигнал разворота. Однако, если вы присмотритесь к графику, то увидите, что они крайне неудобны в использовании, потому что большинство трейдеров считают, что стоп-аут может быть только очень далеко на экстремуме движения. Оказывается, стоп-аут можно устанавливать на уровне открытия дня, следующего за разворотом. Такой стоп-аут все равно кажется дорогим, но уже не беспредельным! Следование этой конфигурации явно стоит риска.

Прорывы

Технический аналитик Т. Демарк предложил три признака, которые помогут отличить подлинный прорыв (рис. 12.10) от фиктивного (рис. 12.11). Два из них показались нам интересными.

При прорыве вверх после долгой понижательной тенденции цена закрытия в день перед прорывом должна быть ниже цены открытия в тот же день. И, наоборот, при прорыве вниз после долгой повышательной тенденции цена закрытия в день перед прорывом должна быть выше цены открытия в тот же день.



Рис. 12.10. Подлинный прорыв на графике акций PAO «ЕЭС»

Источник: CQG, «Альфа-Банк»

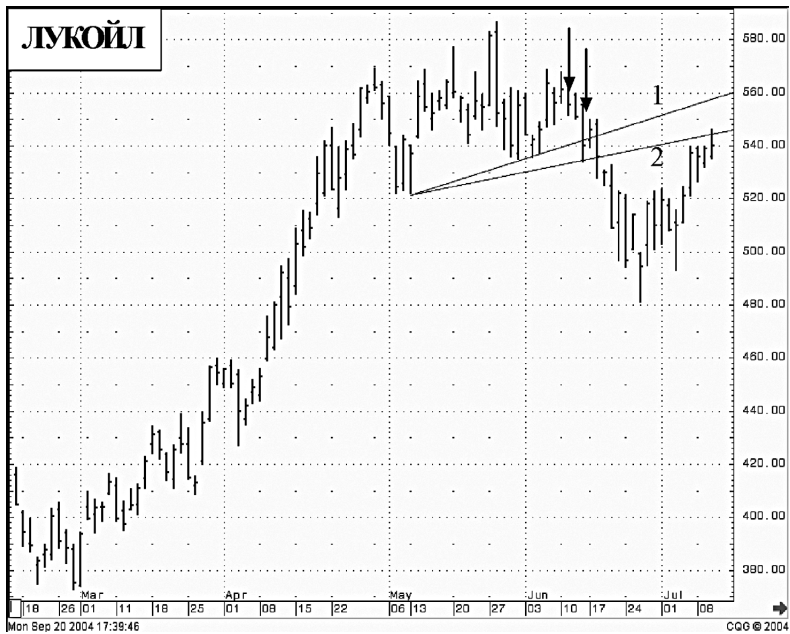


Рис. 12.11. Сравнение фальшивого и подлинного прорывов на графике акций ЛУКОЙЛа

Источник: CQG, «Альфа-Банк»

На рисунке 12.11 прорыву линии поддержки 1 предшествует день, когда цена закрытия была ниже цены открытия. В такой ситуации ожидался фальшивый прорыв (рис. 12.11). Так и произошло: после прорыва рынок остановился. В день, предшествующий дню прорыва линии поддержки 2, условие подлинности прорыва (закрытие ниже открытия) было выдержано, и прорыв оказался подлинным. Аналогично ведет себя рынок в случае фальшивых прорывов вверх (рис. 12.12).

Если рынок открылся над линией сопротивления и ушел вверх, не корректируясь, это тоже сигнал подлинного прорыва (обратное верно в случае разворота повышательной тенденции) (рис. 12.13).

Следует предостеречь читателей от использования этих правил для определения подлинности прорывов не в точках экстремальных значений тенденции, а в моменты корректировок, поскольку данные сигналы плохо приспособлены для таких ситуаций.

В некоторых случаях эти сигналы не срабатывают и при разворотах после достижения экстремальных значений. Так, следует признать, что в точках 1 и 2 после длительного роста второй признак (рис. 12.14) просигнализировал о развороте тенденции, но его не произошло, хотя рынок вернулся к тенденции роста не сразу.

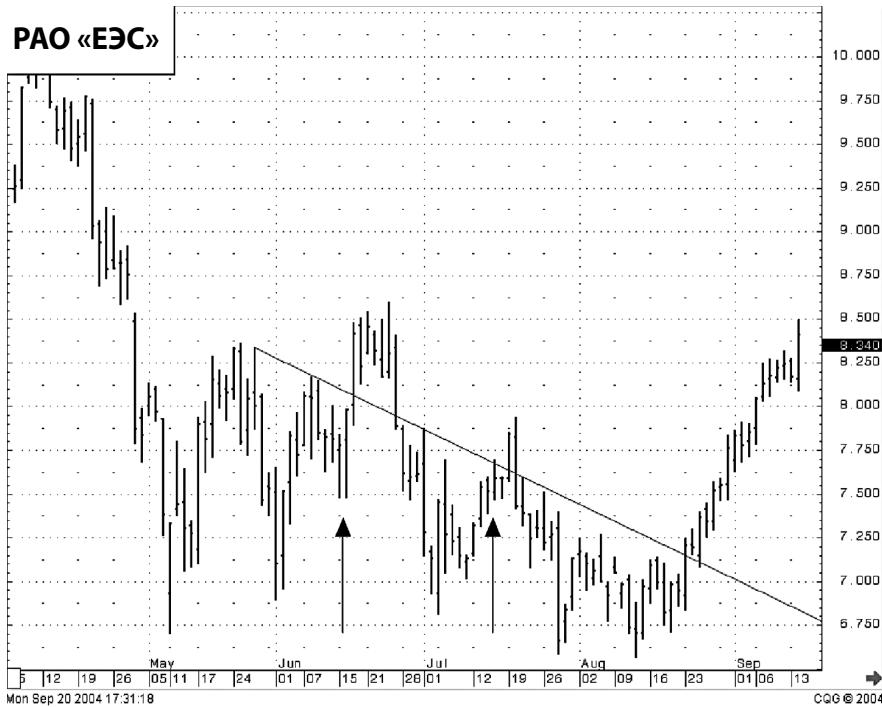


Рис. 12.12. Два фальшивых прорыва вверх после понижательной тенденции на графике акций PAO «ЭЭС»

Источник: CQG, «Альфа-Банк»

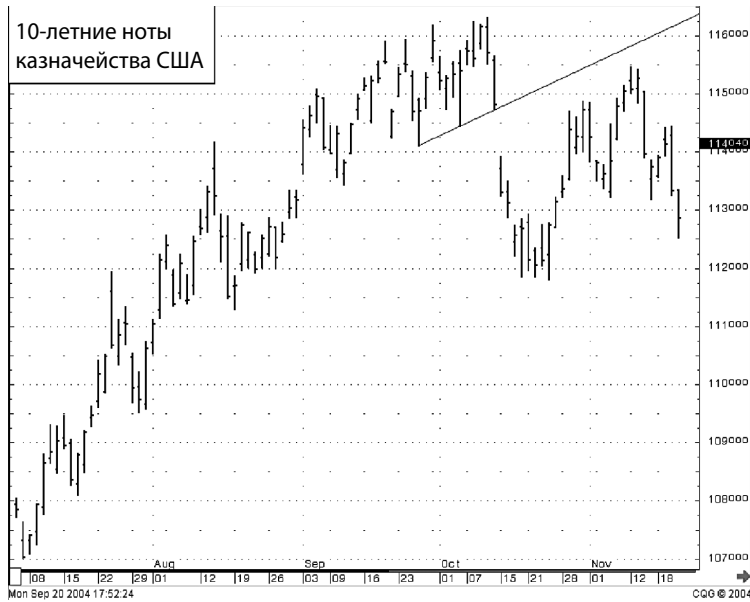


Рис. 12.13. **Подлинный прорыв, определяемый по второму признаку на графике казначейских нот США**

Источник: CQG, «Альфа-Банк»



Рис. 12.14. **Прорывы, не подтвердившие второй признак на графике казначейских нот США**

Источник: CQG, «Альфа-Банк»

Глава 13

ИСТОРИЯ КРИЗИСОВ

Если лозунг «продайте — куплю» сменился
на «купите — продам», значит начался кризис.
Из наблюдений Рынка

Нам представляется, что ни одна книга для инвесторов, особенно для начинающих, не должна обходить стороной кризисы. Немножко опасно рассказывать людям о баснословных залежах золота на далеком болоте, не упомянув об опасностях, подстерегающих тех, кто хочет его заполучить. В принципе большинство людей все равно за этим золотом пойдут, считая, что проблемы, приключившиеся с другими, их не коснутся, но может быть, некоторым удастся вовремя принять определенные меры предосторожности, которые позволят им провести свое путешествие на Клондайк без тех передраг, в которые попадали герои Джека Лондона.

Тюльпаномания

В 1593 г. в Нидерландах началось культивирование тюльпанов. Постепенно это хобби приобрело статус престижа. Интерес к этому цветку захватывал все новые группы населения, причем торговали не только существующими луковицами, но и луковицами будущих урожаев, т. е. их могли купить/продать сегодня с поставками в будущие периоды. Иначе говоря, началась торговля финансовым инструментом, который сегодня называется форвардом, а тогда в народе именовали торговлей ветром.

Это название, по-видимому, было обусловлено тем, что торговля очень часто сопровождалась обманом, поэтому в 1610 г. такой тип операций запретили государственным законом. Тем не менее торговля продолжалась, даже без юридической защиты ее участников.

К 1623 г. некоторые луковицы продавались по 1000 флоринов при среднегодовом доходе населения в 150 флоринов. Поскольку за 30 лет тюльпаны превратились в национальное увлечение, в Нидерландах начали создаваться биржи, на которых ими торговали. Постепенно там начали торговать и фьючерсами

(как вы помните, фьючерсы торгуются на организованных рынках, т. е. биржах, а их эквиваленты на внебиржевых рынках называются форвардами), которые в рамках биржи имели немного лучшую юридическую защиту¹.

В 1634 г. цены на тюльпаны начали резко расти. Объяснялось это тем, что ожидалось окончание Тридцатилетней войны между Германией, в которой голландские тюльпаны были популярны, и ее соседями. Началась очень активная спекуляция на дальнейших ожиданиях роста германского спроса. Она набирала оборот, когда в начале 1636 г. немцы стали проигрывать. В результате вместо того, чтобы покупать, они начали продавать ранее приобретенные луковицы, чтобы финансировать войну. Это обрушило рынок. В начале ноября 1636 г. цена одного тюльпана составила 1/7 цены октября.

Таким образом, рынок тюльпанов, который стал международным, существовал к тому моменту уже более 40 лет. Он был ликвидным и прозрачным для инвесторов. В какой-то момент не подтвердилось предположение о развитии международных событий, на котором основывалась динамика цен, и произошла болезненная коррекция.

Но не это его падение названо тюльпаноманией. Таким это явление стало в период, последовавший за обвалом, когда «опытный» рынок начал расти и за три месяца вырос в 20 раз... а потом лопнул, и цены снова упали до уровня ноября. Как нормальный рынок превратился в «пузырь» под названием «тюльпаномания»? Помогли финансовые инновации!

Среди инвесторов оказалось очень много обладающих властью людей, которые после первого падения «предложили» отменить «фьючерсные» продажи, поскольку они «несправедливо» обогащали владельцев тюльпановых плантаций. Последние тоже были «бойцами». Их представляла могущественная гильдия цветочников, которая спонсировала вердикт, утвержденный парламентом, и в соответствии с ним ранее проданные фьючерсы были преобразованы в опционы. Иными словами, фьючерс — *обязательство* купить по ранее оговоренной цене было преобразовано в опцион — *право* купить по заранее оговоренной цене. За такое право выплачивалась некоторая премия (наподобие страховки) в момент совершения сделки, но опционный контракт не обязывал покупателя его выкупить, как это было в случае с фьючерсом — безусловным обязательством по выкупу.

Это, казалось бы, было невыгодно владельцам цветников, поскольку теперь покупатели части ранее купленных контрактов, заплатив небольшую сумму, могли от них отказаться. Но цветочники зафиксировали цену части контрактов таким образом, что ими стало выгодно спекулировать. Эта последняя спекуляция и приняла характер «пузыря».

Таким образом, нормальный рынок вначале прошел нормальную ценовую коррекцию в конце долгого спекулятивного процесса. Однако эта

¹ Буквально то же самое произошло с этим инструментом и в современном финансовом мире. Во многих странах сделки вне биржевого рынка долгое время (включая Россию с 1998 по 2007 г.) считали сделками пари. В то же время их можно было совершать на бирже.

нормальная коррекция была политически неприемлемой для власть имущих. Потребовались новые механизмы урегулирования, которые оказались настолько неудачными, что привели к катастрофе.

Вы еще не раз увидите этот двухстадийный характер кризисов. Он присутствовал почти во всех кризисах, которые превратились в депрессии. Особенно известным его проявлением была Великая депрессия, когда вторая стадия кризиса разразилась после неудачных действий ФРС, т. е. и тогда не сработал механизм урегулирования.

Пузырь «Компании Южных морей»

«Компания Южных морей» была создана в 1711 г. английским правительством как своего рода финансовый инструмент для получения средств на ведение войны за испанскую корону. В значительной мере это был обходной маневр, поскольку правительство должно было как-то финансировать войну, но создать новый банк не позволяли соответствующие законы. Затем акции «Компании Южных морей» обменяли на долговые инструменты, выпущенные правительством. Таким образом, владельцы компании получали от него процентный доход. Деньги же на выплату процентов правительство надеялось получить за счет тарифов, которыми оно собиралось облагать торговлю самой компании¹.

Итак, перед нами довольно хитрая схема, которая в принципе мало отличается от сегодняшних, включая в себя и обход государственных законов (в том числе самим государством), и создание сложных финансовых инструментов.

Предполагалось, что после заключения мира «Компании Южных морей» будут даны права на торговлю со странами Латинской Америки. Однако так получилось, что ее основной деятельностью стала не торговля товарами, а поставка африканских рабов в испанские колонии. Ввиду всевозможных внешнеполитических проблем «Компания Южных морей» впервые заработала деньги в 1717 г. Правительство тут же заняло через нее с рынка дополнительную сумму под низкую ставку.

К 1719 г. из £50 млн государственного долга компания финансировала почти £12 млн. В 1720 г. она предложила профинансировать правительство, получив за это большие права, но, поскольку была не единственным претендентом, ей пришлось заплатить огромное число взяток².

¹ Сегодня такая схема называлась бы секьюритизацией. В основе этой группы инструментов лежит идея, что можно сегодня получить в долг под залог доходов будущих периодов. Иначе говоря, если вы уверены, что должнику в будущем придут деньги, вы даете ему кредит под их залог.

² Окончательный вариант структуры займа напоминал конвертируемую облигацию (облигацию, которую можно обменять на акцию) с графиком понижения купонов (процентной ставкой).

Конкурс сопровождался возникновением множества нелегитимных компаний, которые обещали инвесторам доходы от зарубежных предприятий. Такие компании как раз и прозвали «пузырями», и термин сохранился до наших дней. Их было так много, что это вынудило правительство принять закон о лицензировании компаний (этой инициативой мир тоже пользуется по сей день).

Выигрыш в тендере привел к тому, что в течение одного года цена акций «Компании Южных морей» поднялась со £100 до £1000. Она смогла продать свои акции огромному числу представителей правящего класса, что придавало идее легитимность и способствовало вовлечению в «пузырь» среднего класса.

Между тем Англия находилась в состоянии очередной войны с Испанией, и поэтому торговля не особо ладилась. Даже когда война закончилась, Англии было разрешено посылать только одно торговое судно в год во все страны Латинской Америки. Одно судно, а не караваны, как первоначально предполагалось.

Тем не менее компания продолжала получать хороший доход от поставок рабов. Правда, и здесь были проблемы: импортный налог рос, делая ее все менее прибыльной. Иначе говоря, основной источник доходов не подтвердился, вспомогательный — сокращался, а цены акций росли!

Эта часть истории очень напоминает все кризисы новых технологий, включая железные дороги, биотехнологии, Интернет и субпрайм, когда все говорили о будущих доходах или других необычных преимуществах, не обращая внимания на долговременное отсутствие доходов или иных подтверждений неоднозначности ситуации.

В августе 1720 г. цена акций «Компании Южных морей» начала снижаться¹, и она предложила инвесторам дать ей в долг на выкуп дополнительных акций с рынка, чтобы поддержать их цену. Это напоминает принцип выкупа компанией собственных акций, который сегодня очень популярен.

Но тут одновременно лопнули несколько из нелегитимных компаний, причем не только в Англии, но и в нескольких странах Европы. Одна из них — Mississippi Land Company, получила эксклюзивное право во Франции торговать с французской Луизианой на условиях, аналогичных тем, которые «Компания Южных морей» получила от английского правительства. Чем вам не текущий кризис субпрайма, когда разные банки один за другим объявляют о потерях в тех же сегментах рынка?

В результате акции «Компании Южных морей» упали почти до первоначального уровня, разорив многих из тех, кто купил их на заемные средства или по высоким ценам. Поскольку компания продала акции высокопоставленным членам общества, начались расследования деятельности ее руководства. Обнаружилось, что некоторые директора были нечисты на руку. Но все равно цены упали до £150 за акцию. Были приняты соответствующие меры, которые успокоили инвесторов.

¹ Сентябрь и октябрь и исторически, и сегодня, т. е. всегда являются худшими месяцами на рынках акций.

Хотя «Компания Южных морей» просуществовала до середины XIX в., ее акционерам так и не удалось вернуть свои деньги, так же, как и тем, кто инвестировал во многие новые технологии, купив акции во время «пузырей». Компании продолжали свою деятельность, но таких денег, как в разгар моды, они уже не стоили (рис. 13.1).



Рис. 13.1. Карикатура XVIII в. на участников «пузыря», созданного «Компанией Южных морей»

Источник: http://en.wikipedia.org/wiki/South_Sea_Bubble

Первая группа выводов, сделанных из кризисов

Итак, на базе описания двух кризисов (тюльпаномании и «Компании Южных морей») можно сделать несколько выводов.

Оба они возникли, во-первых, на основе здравомыслящих идей и благодаря этому приобрели международный характер, а во-вторых, на фоне ожидания окончания периода войн/политической напряженности, что обычно ассоциируется с улучшением экономических условий, стимулирующим экономическое развитие.

Как мы увидим дальше, не только эти, но многие другие кризисы произошли в аналогичной обстановке. Впрочем, в будущем причинами их возникновения часто становились новые технологии и новые заморские рынки.

Хотелось бы особо отметить два момента, которые всегда сопровождали кризисы как фон и к которым инвесторы должны быть готовы.

Первый из них — это возникновение скандалов. Кризисы обнажают проблемы, которые в нормальное время обнаружить сложно. Причем происходит это, как правило, в худшие моменты.

Например, 23 января 2008 г. во время бурного падения рынка США и сопутствующего коллапса всех рынков акций стало известно, что из-за манипуляций молодого трейдера французский банк Société Générale потерял рекордную и невообразимую сумму — свыше \$7 млрд.

Точно так же в свое время из-за резкого падения индекса Nikkei обанкротился Barings Bank. В обеих ситуациях трейдеры скрывали убыточные позиции. Это им сходило с рук, пока рынок вел себя нормально, но когда он начинает резко двигаться, такие моменты неизбежно вскрываются.

То же самое происходит и с неправильными решениями, принятыми на корпоративном уровне: во время кризиса их последствия становятся явными. Именно поэтому многие люди прибегают к откровенному мошенничеству, чтобы скрыть свои ошибки.

Таким образом, все кризисы сопровождаются огромными скандалами, которые потрясают рынки в самые сложные моменты, еще больше усугубляя и без того плохое настроение инвесторов.

Второй момент: во время всех кризисов происходит переоценка ценностей. Лежащие в основе цен на всех рынках условные коллективные договоры (например, высокие показатели P/E) пересматриваются, а новые могут быть совершенно иными.

Если вы вложили деньги в модную идею, которая противоречит здравому смыслу, значит, потеряете все деньги. Если же она хоть в какой-то степени соответствует здравому смыслу, вы получите свои деньги обратно, хотя на это может уйти несколько лет.

Международные кризисы в эпоху капитализма

Рассмотрим эти выводы на примере подобных кризисов, разразившихся за последние 200 лет.

Кризисы 1822–1825 гг.

Период	Основные страны-заемщики	Страны-доноры	Последствия
1822–1825 гг.	Испания, Неаполь, Дания, Пруссия, Колумбия, Мексика, Австро-Венгрия, Чили, Россия, Бразилия, Греция, Перу, Аргентина	Великобритания	В 1824 г. началась волна международных дефолтов. Суммарные потери достигли 20–25% объема совокупных инвестиций

По окончании наполеоновских войн Франция выплатила антинаполеоновской коалиции огромные репарации (денежные компенсации). Кроме того, во всех странах Европы произошло значительное сокращение военных расходов на оборону. В то же время английские военные облигации были в значительной мере погашены. Фактически это тоже помогло инвесторам получить деньги для новых инвестиций. Так сформировалась одна из первых составляющих кризиса: избыточная ликвидность.

Чтобы выплатить Англии по договору, Франция выпустила долговые обязательства.

Под будущие платежи со стороны Франции Пруссия взяла заем в банке Ротшильда (в талерах), который трансформировали в облигации. Как вы уже знаете, в сегодняшних терминах эта облигация называлась бы сделкой секьюритизации: выпуск ценных бумаг, обеспеченных будущими поступлениями. Кроме того, этот заем стал первым поистине международным, поскольку банки Ротшильда продавали его в нескольких странах. Более того, эти облигации были сделаны по аналогичному стандарту английского рынка, и тем самым введена унификация стандартов облигаций в Европе. Заем был также выпущен в устойчивой валюте третьей страны, а не в слабой валюте страны-заемщика (Пруссии), что решило проблему валютного риска для инвесторов¹.

Немного позже английские региональные банки получили возможность выпуска «бумажных денег» — банкнот². Эти два события сформировали вторую предпосылку кризиса — создание новых непробированных финансовых инструментов.

¹ Сегодня мы знаем, чем это может закончиться для заемщиков: читатель на личном примере с 1998 г. знает, как занимать в сильной валюте, если национальная валюта может девальвироваться!

² В недавнем прошлом такой способ использовался и российскими банками. Он назывался вексельным кредитом, когда банки выдавали свои векселя вместо «живых» денег.

В сумме эти два фактора (избыточная ликвидность и новые финансовые инструменты) привели к появлению огромного количества денежных ресурсов, которые позволили расширить кредитование на области, которые раньше о таком бы и не мечтали.

Внезапно появившиеся деньги пошли на развитие текстильной промышленности, транспортных (пароходы, железнодорожный транспорт) и газовых компаний и др. Следует отметить, что в то время это были новые технологии (например, железные дороги).

Кроме того, конечно же, когда появляются избыточные кредитные ресурсы, то начинают выдавать деньги и под сомнительные проекты. Как правило, это «вынужденная мера»: банкирам нужно сохранять норму прибыли на капитал, и они ожидали, что в эпоху процветания даже непутевые должники или преуспеют, или найдут средства для рефинансирования. Так посреди благоденствия началось массовое кредитование проектов инфраструктуры и добывающей промышленности в Латинской Америке.

Как и во всех похожих случаях, после взрывного роста экономики начались инфляция и рост цен (как сегодня — на продукты питания, недвижимость и предметы роскоши), за которыми последовал кризис перепроизводства — первый в эпоху капитализма.

Поскольку никто по-настоящему не понимал особенностей заморской экономики, как только кризис в метрополии привел к невозможности рефинансирования ранее выданных рискованных займов, все закончилось массовыми дефолтами и по зарубежным долгам.

Вторая группа выводов, сделанных из кризисов

Обратите внимание на еще один вывод из истории кризисов: основным катализатором для превращения нормального течения дел в «пузырь» служил избыток ликвидности в развитых странах. В случае инвестирования в новые рынки (т.е. в те, которые мы сейчас называем развивающимися странами), или в рынки новых технологий, экспорт инвестиций был как раз формой распределения избыточной ликвидности развитых стран. Иначе говоря, денег было так много, что их давали вне зависимости от экономического потенциала стран-импортеров.

Интересно, что во всех ситуациях, когда «деньги падали с неба» (типа получения репараций), все заканчивалось массовыми кризисами. Приведем несколько примеров из истории.

Испания нашла в Латинской Америке золото. В XVII в. началась массовая инфляция, т.е. появившиеся деньги пошли на скупку недвижимости и предметов роскоши (это вам не напоминает нашу сегодняшнюю ситуацию?). Кроме того, изгнание мавров и евреев привело к тому, что Испания осталась без банкиров и ремесленников.

Финансовая система разладилась на долгие годы (читай: произошла перестройка финансовой системы, чем часто сопровождаются периоды благоденствия). Ремесленные же изделия Испания начала ввозить со всего континента, фактически стимулируя рост спроса и инфляцию в прилегающих странах.

Закончилось изобилие финансовых средств тем, что Испания «сбесилась с жиру» и начала вести религиозные войны по всей Европе, потеряв почти все свои накопления после разгрома Великой армады, т. е. менее чем через 100 лет после своего внезапного обогащения.

Кризис 1820-х гг. разразился после того, как Франция выплатила огромные репарации странам коалиции, а следующий, начавшийся в 1870-е гг., возник после выплаты ею репараций Германии. Кризис конца 1930-х гг. тоже связан с денежными компенсациями, которые выплатила Германия странам-победителям.

Кризисы новейших времен в Латинской Америке обусловлены огромным потоком «денег, упавших свыше», которые тогда называли нефтедолларами (мы будем говорить об этом позже).

Все приведенные факты подводят к вопросу о сегодняшней ситуации в мире: огромные стабилизационные фонды нефтедобывающих государств (чем не золото Испании?) и стран Юго-Восточной Азии вкладываются в «прибыльные» или «низкорисковые» проекты в развитых странах... Чем все это закончится с учетом исторических параллелей?

Говоря об аналогиях с сегодняшним днем, обратите внимание на роль банков. Именно они отвечают за сохранность денег вкладчиков, но, помимо этого, вынуждены зарабатывать среднюю норму прибыли для акционеров. В начале циклов банки больше думают о первой группе задач, а в конце — о второй. Страх перед рынком сменяется страхом перед акционерами и жадностью: на растущих рынках люди получают большие бонусы. Такая ситуация заканчивается плохо для всех, и это происходит почти *каждые десять лет два столетия подряд*.

Кризисы 1864–1875 гг.

Период	Основные страны-заемщики	Страны-доноры	Последствия
1864–1875 гг.	США, Россия, Турция, Египет, Испания, Австро-Венгрия, Перу, Румыния, Колумбия, Тунис	Великобритания, Франция, частично — Германия	Основная волна дефолтов по всему миру началась в 1867 г. Суммарные потери достигли 20–25% объема совокупных инвестиций

Мир еле успел оправиться от кризиса 1825 г., когда в конце 1830-х гг. произошел второй международный кризис долгов, возникший во многом из-за того, что дефицит США в огромной степени финансировался Европой.

С 1840 г. начала восстанавливаться международная торговля. Понемногу подрастали цены на сырье, и добывающие его страны становились все более желанными партнерами. Расширение практики кредитования способствовало реструктуризации долгов, оставшихся со времен прошлых кризисов. Наконец были возвращены долги, неоплаченные аж с 1820-х гг. Это предложение не передает, конечно, весь драматизм ситуации. С тех пор как люди потеряли свои сбережения, прошло более 20 лет, и, скорее всего, многие инвесторы не дожили до момента их выплат. Этот комментарий близок россиянам: благоприятная ситуация в России, возможно, приведет к выплатам долгов Сбербанка СССР бывшим гражданам Советского Союза, хотя, теперь, через 20 лет, покупательная способность этих сумм превратилась просто в насмешку над вкладчиками.

Вернемся в XIX в. Прошло почти 20 лет сравнительно устойчивого мирового развития. Экономика большинства стран росла, хотя в некоторых из них и произошли кризисы. Активно развивалась инфраструктура, например в это время (1869) был построен Суэцкий канал.

Гражданская война в США (1861–1865) привела к резкому росту спроса на промышленные товары и на финансирование по всему миру. После войны этот спрос поддерживался огромным ростом сети железных дорог в США, который начался сразу после ее окончания. За восемь лет проложили 54 000 км. В процессе своего становления эта отрасль стала самым крупным работодателем и самым большим заемщиком в США. Ее можно сравнить с Интернетом сегодняшних дней. Люди верили в будущее этого вида транспорта и поэтому считали, что нельзя обанкротиться, скупая акции железнодорожных компаний.

В значительной мере рост этой отрасли финансировался из-за рубежа, причем использовался новый источник финансирования: сбережения среднего класса. Создание депозитных банков позволило более эффективно привлекать средства вкладчиков не только в США, но и в Европе. Иначе говоря, как и во время предыдущих кризисов, появился новый финансовый инструмент. Кроме того, в 1865 г. был создан Латинский монетарный союз, призванный усилить стабильность рынков. Он объединил несколько стран Европы и просуществовал до 1927 г. (ну чем не прототип евро?).

Учитывая почти 20 лет успешных инвестиций в облигации, многие европейские банки предпочитали инвестировать средства в них, а не в кредитование местной промышленности. Так постепенно мир втянулся в процесс вложения средств в иностранные облигации.

Но в какой-то момент инфляция начала галопировать. М. Петтис приводит отчет журнала *Economist* за 1871 г., в котором говорится, что за один год цены на шерсть выросли на 67%, на железо — на 24%, на пшеницу — на 6%. (Тогда это казалось много. Им бы рост цен в 2007 году!) Наверное, не случайно, что ускорение роста цен и размах спекуляций последовали за выплатой Францией огромных репараций Германии в результате проигрыша во франко-прусской войне 1870–1871 гг. Эти деньги нашли свой путь на международные рынки, в конечном итоге дестабилизировав ситуацию в целом.



Рис. 13.2. Паника перед зданием Четвертого национального банка Америки в октябре 1873 г.

Источник: http://en.wikipedia.org/Panic_of_1873

Кризис возник внезапно, в периферийной отрасли. Серебро, как и золото, служившее обеспечением части денег, начало добываться в огромных количествах. В какой-то момент в США началось массовое предъявление к погашению банкнот, обеспеченных серебром, и покупка золота. В результате золотой запас США достиг установленного законом минимума. Цены на серебро упали. Возник кризис неплатежеспособности серебряных шахт.

Обанкротился ряд периферийных железнодорожных компаний, которые их обслуживали¹.

Правительство президента У. Гранта провело законы по перебалансированию соотношения цен золота и серебра, что пошатнуло покупательную способность значительной части населения. Это привело и к сокращению кредитных ресурсов. В результате 18 сентября 1873 г. одна из железнодорожных компаний не смогла рефинансироваться путем размещения облигаций. К этому моменту в Европе уже произошло несколько банкротств крупных банков. Американцам стало ясно, что денег ждать неоткуда. Как теперь принято говорить, «они осознали, что им закрыт доступ к международной ликвидности» (рис. 13.2).

В результате, чтобы избежать паники, Нью-Йоркская фондовая биржа закрылась на 10 дней. После этого в период между 1873 и 1875 гг. из 364 железнодорожных компаний обанкротилось 89. Кризис преобразовался в период тяжелого восстановления и закончился только в 1897 г.!

Таблица 13.1 еще раз демонстрирует, что кризисы в развитых странах оказались гораздо более болезненными для развивающихся стран².

Таблица 13.1. Кредитные спреды государственных облигаций разных стран над доходностью государственных облигаций Великобритании (консолями), 1870–1876 гг.

	Германия	Россия	США	Аргентина	Италия	Испания	Франция
Ноябрь 1873 г.	102	180	324	285	327	834	199
Июль 1876 г.	109	245	201	1069	304	1069	134

Источник: <http://pages.stern.nyu.edu/~rsylla/spreadsheets2.xls>

Кризисы первой половины XX в.

Период	Основные страны-заемщики	Страны-доноры	Последствия
1905–1913 гг.	Россия, Канада, ЮАР, Аргентина, Балканские страны, Турция, Австро-Венгрия, Бразилия, Мексика, Куба	Великобритания, Франция, Германия, частично — США	Дефолты по долгам превысили 20% общего объема инвестиций, но кризис сопровождался Первой мировой войной и революцией в России, что привело к резкому росту цен на товары (на сырье, продукты питания и т.п.)

¹ Обратите внимание, на еще одну общую деталь многих кризисов: и в 2007 г. финансовый кризис начался в периферийной, относительно малозначимой, области рынка, которую называли «субпрайм».

² Любопытно, что кредитный спред облигаций России по отношению к мировому лидеру сегодня почти равен спреду Российской империи в XIX в. Только мировой лидер стал другим: место Великобритании заняли США.

Переходя к известным кризисам, разразившимся в XX в., можно отметить, что и у них были свои источники избыточной ликвидности, свои финансовые новшества, свои новые отрасли и свои новые рынки. Все они сопровождалось массовыми спекуляциями, во время всех них были потеряны значительные средства из-за не сработавших новых технологий и из-за слабого понимания механизма воздействия новых финансовых инструментов на экономику (рис. 13.3).

Сразу перейдем сразу к наиболее известному взрыву того периода. Случившиеся подряд два обвала на Уолл-стрит — 24 и 29 октября 1929 г. — стали «началом конца» роста мировой экономики, который продолжался с момента окончания Первой мировой войны.

Следует отметить, что между этими днями банки пробовали совместно найти средства на кредитование спекулянтов, чтобы те прекратили спешную продажу позиций, купленных с кредитным плечом. Их воодушевлял успех банкира Д. П. Моргана, который смог организовать подобный картель для поддержки спекулянтов во время кризиса ликвидности в 1907 г., что тогда и остановило его распространение. Но в 1929 г. этот рецепт не сработал (рис. 13.4). Падение фондового рынка продолжалось в течение месяца. Нижней точки индекс Доу-Джонса достиг лишь летом 1932 г. (с 382 пунктов в сентябре 1929 г. он упал до 41 пункта)¹.

До этого долгие годы рост экономики США стимулировался огромным военным заказом из Европы. Затем мировая экономика получила доступ к дешевым деньгам, поскольку в середине 1920-х гг. в нее начали поступать средства, которые Германия выплачивала в качестве репараций странам-победителям.

Первым «пузырем» в 1920-х гг. стал бум недвижимости во Флориде (один из «новых рынков»), который лопнул из-за двух ураганов, разрушивших значительную часть построек и напугавших инвесторов, но это было за три года до кризиса. Чтобы облегчить его последствия, в 1927 г. ФРС (Федеральная резервная система — Центральный банк США) из достаточно разумных соображений снизила ставку, что удешевило деньги для спекулянтов и стимулировало торговлю с плечом. В результате разразился кризис финансовых рынков. Недостаточная расторопность ФРС в момент обвала рынка акций, выразившаяся лишь в облегчении получения кредитов под акции, повлекла за собой кризис рефинансирования существовавших кредитов и массовую ликвидацию сначала активов, а потом и залогов. Из-за этого начались массовые банкротства компаний.

¹ Кстати, в 1998 г. индекс РТС тоже упал до почти 10% от своего докризисного уровня. Интересно, что до этого же уровня упали цены на тюльпаны, акции «Компании Южных морей» и акции интернет-компаний. Этот небольшой процент цен, остававшийся после всех кризисов, — стечение обстоятельств или закономерность?

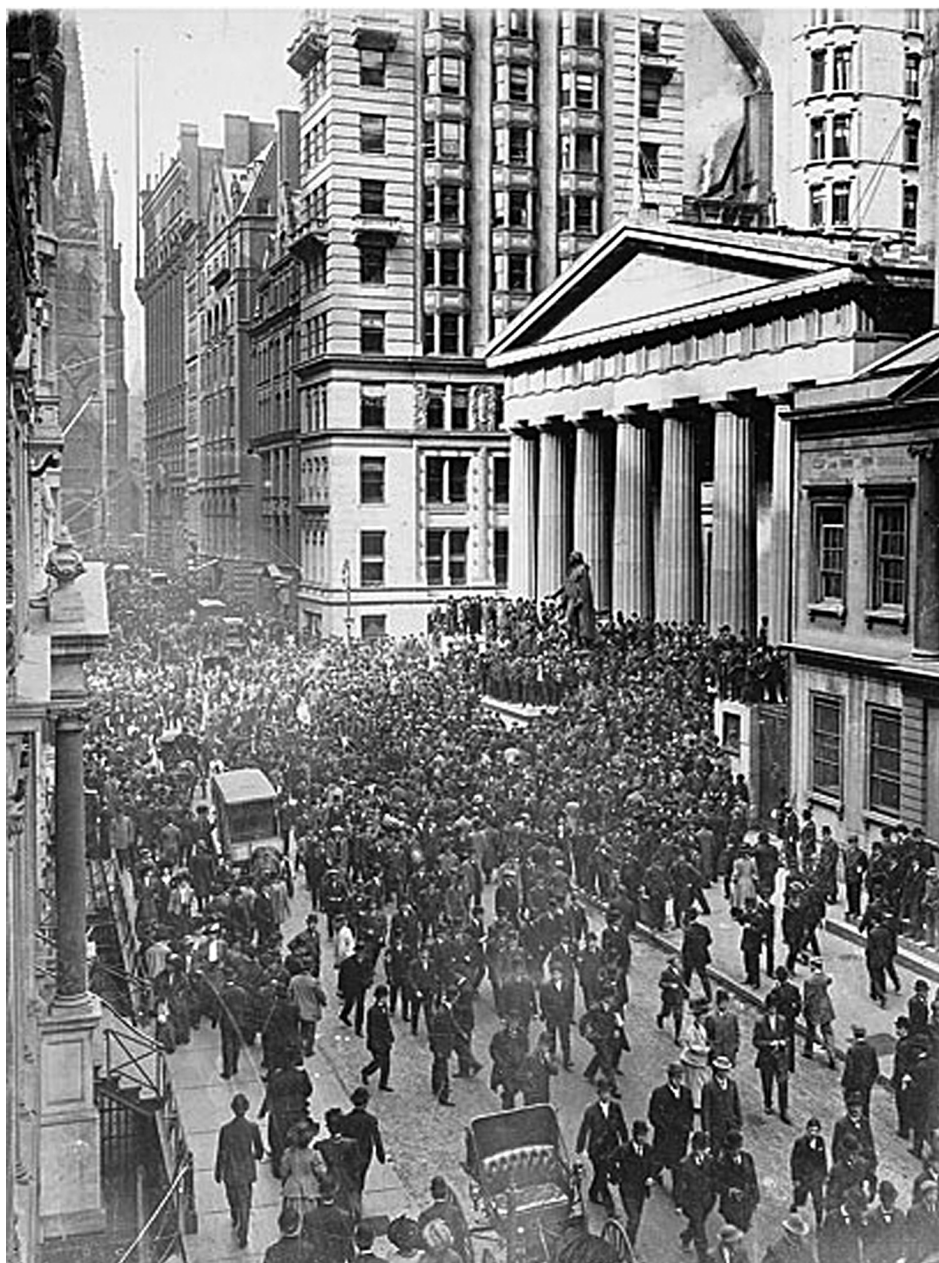


Рис. 13.3. Паника перед зданием Казначейства США в Нью-Йорке в октябре 1907 г.¹

Источник: <http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=14004846>

Банки не выдержали такого объема потерь от невозврата кредитов. Они начали лопаться, унося с собой сбережения среднего класса. Именно снижение покупательной способности населения в конце концов привело к перерастанию финансового кризиса в кризис перепроизводства и превращению рецессии в депрессию.



Рис. 13.4. Динамика индекса Доу-Джонса за 1929–1932 гг.

Источник: <http://pages.stern.nyu.edu/~rsylla/>, «Альфа-Банк»

С тех пор этой трансформации финансового кризиса в общеэкономический боятся правительства всех государств. В память о тех событиях правительство Дж. Буша выделяет в 2008 г. \$160 млрд на стимулирование спроса населения.

Восстановление докризисных уровней фондовых индексов произошло лишь в 1954 г. Иначе говоря, как и во времена других депрессий, ушло почти 20 лет на преодоление последствий кризиса.

Кризис 1970-х гг. XX в.

Нежелание СССР хранить свои экспортные поступления на территории США повлекло за собой создание евродолларового рынка¹. Его рост стимулировался резким повышением доходов нефтедобывающих стран в период, когда цена на нефть повысилась с \$2 до \$40 за 10 лет.

¹ Евродолларовый рынок — это тот самый денежный рынок операции с долларами США вне пределов страны. Этот рынок состоит преимущественно из долларовых депозитов, которые используются банками для кредитования международных компаний в долларах. Необходимость существования такого рынка усилилась после введения в США специального налога на кредитование иностранных заемщиков и займы за рубежом. Это вынудило американские банки перевести операции по международному кредитованию в офшоры и Европу.

Сверхдоходы стран-экспортеров с помощью евродолларового рынка трансформировались в ресурс кредитования стран-импортеров нефти, т. е. в основном развитых стран.

Банки использовали хлынувшие в Европу евродоллары для обмена на золотой запас США. В соответствии с Бреттон-Вудским соглашением 1944 г. Америка была обязана покупать и продавать золото по \$35 за унцию. Однако предъявление Францией, а затем и несколькими другими странами требования к Казначейству США по обмену долларов на золото привели к отказу Америки от привязки доллара к золоту. Фактически было расторгнуто Бреттон-Вудское соглашение — основа финансовой системы Запада после Второй мировой войны.

Последовала девальвация доллара. В 1973 г. обострился кризис на нефтяном рынке, когда страны ОПЕК отказались поставлять нефть странам, поддерживающим Израиль в конфликте против Сирии и Египта.

Дестабилизация валютного рынка наряду с ростом цен на нефть стали двумя основными причинами первого существенного падения фондовых рынков со времен Второй мировой войны. Последствия кризиса были весьма значительными.

Показатель	США	Великобритания
Падение фондовых индексов в 1972–1974 гг.	–45%	–73%
Замедление роста ВВП в 1972–1974 гг.	С +7,2% до –2,1%	С +5,1% до –1,1%
Рост потребительских цен в 1972–1974 гг.	С 3,4% до 12,3%	С 0% до 25%

«Черный понедельник» 1987 г.

19 октября 1987 г. индекс Доу-Джонса упал на 22,6%. Кроме того, рухнули индексы на фондовых рынках всего мира. На данный момент «коррекция» рынка в тот день, 19 октября, пока является наибольшим внутриденным падением индекса за всю его историю.

Финансовый кризис 1987 г., как и многие другие, тоже происходил на фоне финансовых инноваций (создания мощного рынка фьючерсов и опционов на акции, появления «программной торговли», когда финансовые решения принимались на основе технических сигналов, рассчитываемых компьютерными программами). Спекуляции на акциях и недвижимости стали возможными благодаря падению ставок (удешевлению заемных средств, в том числе и для торговли с плечом), что было следствием успехов борьбы ФРС с высокими ставками и реформ налогового кодекса, проведенных правительством Р. Рейгана.

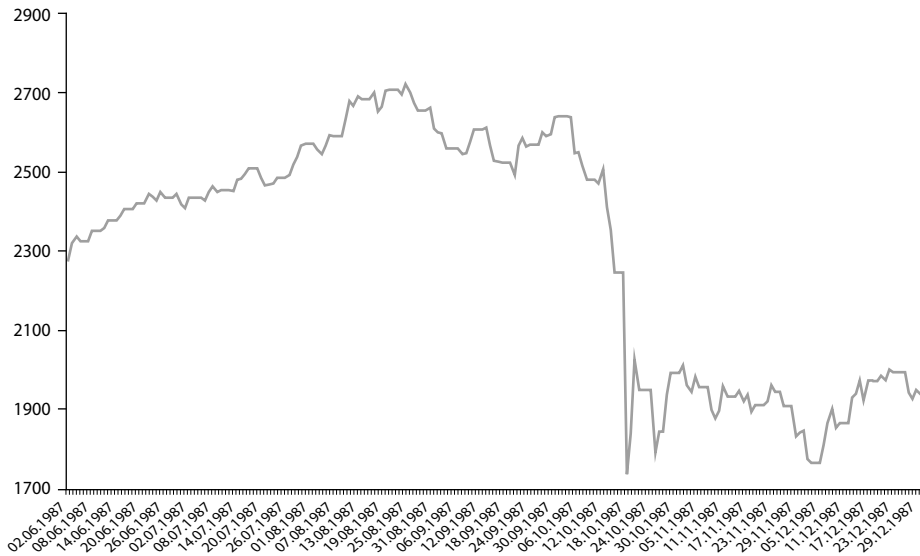


Рис. 13.5. Динамика индекса Доу-Джонса за июнь-декабрь 1987 г.

Источник: <http://pages.stern.nyu.edu/~rsylla/spreadsheets2.xls>, «Альфа-Банк»

Падение ставок начало ослаблять позиции американского доллара. После того как в пятницу, 16 октября 1987 г., глава Казначейства США заявил об отказе от политики сильного доллара, европейцы начали продавать американские акции. В ответ на появившуюся тенденцию сработали компьютерные программы, новый финансовый инструмент того времени, начавшие массовые продажи. В понедельник все это закончилось обвалом всего рынка акций.

Но финансовый кризис, хотя и повлек за собой банкротство крупнейшего американского инвестиционного банка E.F. Hutton, а также массы клиринговых фирм, обслуживающих биржу, не привел к общему экономическому кризису. Он разразился почти на три года позже, когда начали падать цены на коммерческую недвижимость (обратите внимание, в 2007 г. кризис сопровождался падением цен на жилую недвижимость, но, как и тогда, одним из наиболее пострадавших оказывается Citigroup). Параллельно с кризисом недвижимости американское правительство возбудило дело против создателей рынка высокодоходных (низкорейтинговых) облигаций. Этот рынок был создан буквально за пять лет до этого и позволил малым и средним компаниям привлекать средства с помощью облигаций, а не только банковских кредитов, как было раньше.

Из-за расследования, которое вела прокуратура, был закрыт основной маркетмейкер — американский инвестиционный банк Drexel Burnham Lambert, и инвесторы в этот огромный рынок облигаций остались без возможности выхода, а компании — без возможности рефинансирования. В результате рынок облигаций рухнул, средние по размеру компании пере-

стали расти, и развитие экономики резко замедлилось (заметьте еще раз, к каким последствиям приводят непродуманные действия государства).

Среди инвесторов в высокодоходные облигации непропорционально значительную роль играли небольшие банки сбережений. Они оказались в кризисном положении, и правительство США было вынуждено выплатить \$120 млрд для спасения этих организаций, фактически выкупив у них облигации, проданные им обанкротившимся ввиду действий прокуратуры маркетмейкером, а также рефинансировав кредиты по недвижимости, выданные этими банками.

В то время инвесторы с Уолл-стрит находились в паническом страхе, что вслед за банками сбережений банкротство ожидает и большинство страховых компаний, которые тоже активно инвестировали в эти облигации. Консультанты пугали всю финансовую отрасль зловещим циклом Кондратьева¹, который предвещал депрессию как раз в это время. Настроение у всех было очень плохое (наверное, гораздо хуже, чем сейчас). Однако ФРС неожиданно резко снизила учетные ставки. Банки оказались в завидном положении: короткие депозиты были дешевыми, а они вкладывали их в среднесрочные казначейские обязательства, ставка по которым оставалась сравнительно высокой. На этой «диете» за несколько лет банки смогли восстановить свой капитал. Более низкие ставки также позволили облегчить участь страховых компаний.

1990-е гг.: бум развивающихся рынков

В конце 1990-х гг. бум пенсионных накоплений привел к созданию нового мощного источника финансовых ресурсов. Рост рынка облигаций, обеспеченных недвижимостью, позволил банкам продавать выданные ими кредиты, получая деньги для дальнейшего кредитования. Иначе говоря, общий объем средств, направляемых на кредитование, резко вырос.

Одновременно в США внедрялись новые методы организации розничной торговли. Поскольку покупательский спрос служит локомотивом американской экономики, повышение эффективности розничной торговли сыграло большую роль в росте производительности труда, чем повсеместное внедрение новых поколений компьютеров и софта, которое тоже происходило в то время.

К этому периоду заканчивается реструктуризация оставшихся после кризиса 1980-х гг. долгов латиноамериканских стран, которые одна за другой отказываются от ссуд, полученных в 1970-е гг. за счет нефтедолларов. Ободренные этим банкиры начинают финансировать и страны Латинской Америки, и страны Азии. Начинаются вложения в государства, возникшие на постсоветском пространстве. В эти регионы направляется и значительная часть пенсионных сбережений.

¹ Российский экономист Н. Кондратьев создал теорию, в соответствии с которой капитализм проходит кризисы каждые 60 лет. Он погиб в ГУЛАГе, так как эта теория противоречила марксистско-ленинской, утверждавшей, что империализм — последняя стадия капитализма.

В Азии идет активное создание новых производств и компаний. Но в конце 1996 г. изменение курса доллар/иена (большинство стран Юго-Восточной Азии входило в иеновый валютный блок) и снижение доступности краткосрочных средств приводят к финансовому и экономическому краху всего региона. Процесс разрастания кризиса называют «азиатской заразой». В меньшей степени она затрагивает другие развивающиеся страны, но только в августе 1998 г. со всей силой ударяет по России, которую до той поры инвесторы считали «слишком важной» для Запада, чтобы не спасти ее от дефолта.

Тем не менее российский кризис оставался бы периферийным, если бы он не подтолкнул другой — кризис хедж-фонда LTCM. Он был флагманом индустрии хедж-фондов и использовал огромное количество кредитов (плечо). Под угрозой банкротства оказывается нескольких западных банков, кредитовавших фонд, в котором, кстати, работали три Нобелевских лауреата. В октябре 1998 г. ФРС решает проблему рефинансирования оказавшихся в тяжелом положении банков, «порекомендовав» не пострадавшим от кризиса банкам помочь собратьям. Тем самым ФРС отводит угрозу всемирного финансового кризиса (рис. 13.6).

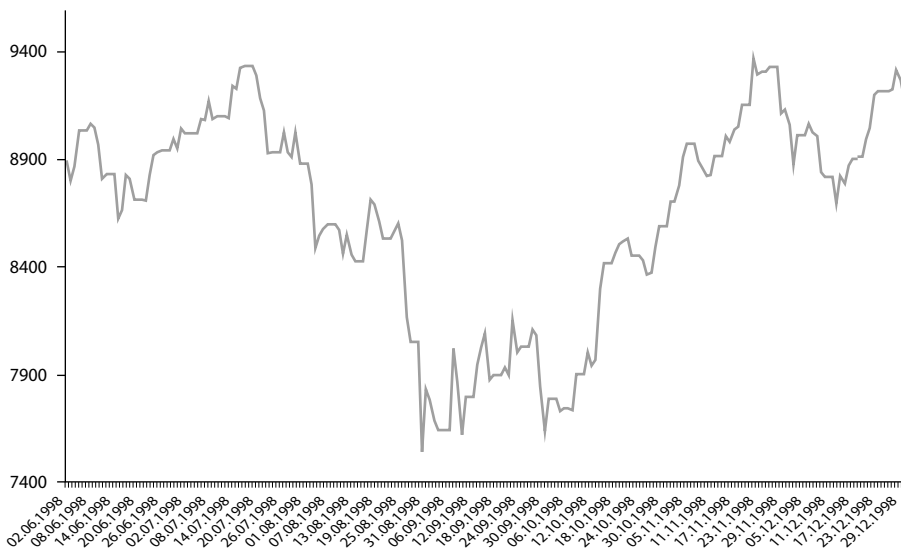


Рис. 13.6. Динамика индекса Доу-Джонса за июнь-декабрь 1998 г.

Источник: Блумберг

Кризисы и движение индекса Доу-Джонса

Конечно, каждый здравомыслящий человек озабочен не только описанием кризисов, но и их последствиями для инвесторов, особенно инвесторов в рынок акций. Он спросит: «А что происходило с индексом Доу-Джонса в

экстремальных ситуациях, например в случае объявления войн?» Как говорят в Одессе, «вы хотите песен?! Их есть у меня!» Историю реакций рынка на кризисные события демонстрирует табл. 13.2.

Таблица 13.2. *История реакций индекса Доу-Джонса на кризисные события*

Событие	Дата	Рыночная реакция % роста/ падения	Процентное изменение индекса Доу-Джонса			
			Количество дней, прошедших после события			
			22	63	126	253
Начало Первой мировой войны	22/07/1914– 24/07/1914	–10,2	10,0	6,6	21,2	80,2
Инсульт, перенесенный Вудро Вильсоном	25/09/1919– 26/09/1919	1,3	5,7	–4,5	–6,0	–21,8
Взрыв бомбы в офисе J.P. Morgan	15/09/1920– 30/09/1920	–5,5	2,4	–14,9	–9,5	–17,3
Вторжение Германии во Францию	09/05/1940– 22/06/1940	–17,1	–0,5	8,4	7,0	–5,2
События в Пёрл-Харборе	06/12/1941– 10/12/1941	–6,5	3,8	–2,9	–9,6	5,4
Победа Трумэна	02/11/1948– 10/11/1948	–4,9	1,6	3,5	1,9	6,1
Американо-корейская война	23/06/1950– 13/07/1950	–12,0	9,1	15,3	19,2	26,3
Сердечный приступ, случившийся у Эйзенхауэра	23/09/1955– 26/09/1955	–6,5	0,0	6,6	11,7	5,7
Суэцкий кризис	30/10/1956– 31/10/1956	–1,4	0,3	–0,6	3,4	–9,5
Запуск первого искусственно-го спутника Земли	03/10/1957– 22/10/1957	–9,9	5,5	6,7	7,2	29,2
Кубинский кризис	19/10/1962– 27/10/1962	1,1	12,1	17,1	24,2	30,4
Убийство Кеннеди	21/11/1963– 22/11/1963	–2,9	7,2	12,4	15,1	24,0
Убийство Мартина Лютера Кинга	03/04/1968– 05/04/1968	–0,4	5,3	6,4	9,3	10,8
Бомбежка США Камбоджи	29/04/1970– 26/05/1970	–14,4	9,9	20,3	20,7	43,7
Расстрел студентов Кентского университета	01/05/1970– 14/05/1970	–6,7	0,4	3,8	13,5	36,7
Арабское нефтяное эмбарго	16/10/1973– 05/12/1973	–18,5	9,3	10,2	7,2	–25,5
Отставка Никсона	07/08/1974– 29/08/1974	–17,6	–7,9	–5,7	12,5	27,2
Иранский кризис	07/11/1979– 11/07/1979	–2,7	4,7	11,1	2,3	17,0

Окончание табл. 13.2

Событие	Дата	Рыночная реакция % роста/ падения	Процентное изменение индекса Доу-Джонса			
			Количество дней, прошедших после события			
			22	63	126	253
Вторжение СССР в Афганистан	24/12/1979–03/01/1980	-2,2	6,7	-4,0	6,8	21,0
Кризис серебряных приисков (спекуляция братьев Хант)	13/02/1980–27/03/1980	-15,9	6,7	16,2	25,8	30,6
Война за Фолклендские острова	01/04/1982–07/05/1982	4,3	-8,5	-9,8	20,8	41,8
Вторжение США в Гренаду	24/10/1983–07/11/1983	-2,7	3,9	-2,8	-3,2	2,4
Взрыв американских казарм в Бейруте	21/10/1983–23/10/1983	0,0	2,1	-0,5	-6,9	-2,9
Бомбежка США Ливии	14/04/1986–21/04/1986	2,8	-4,3	-4,1	-1,0	25,9
Финансовая паника 1987 г.	02/10/1987–19/10/1987	-34,2	11,5	11,4	15,0	24,2
Вторжение США в Панаму	15/12/1989–20/12/1989	-1,9	-2,7	0,3	8,0	-2,2
Вторжение Ирака в Кувейт	02/08/1990–23/08/1990	-13,3	0,1	2,3	16,3	22,4
Война в Заливе	16/01/1991–17/01/1991	4,6	11,8	14,3	15,0	24,5
Кризис власти Горбачева	16/08/1991–19/08/1991	-2,4	4,4	1,6	11,3	14,9
Кризис европейской валютной системы	15/09/1992–16/10/1992	-4,6	0,6	3,2	9,2	14,7
Теракт в Центре международной торговли	25/02/1993–27/02/1993	-0,3	2,4	5,1	8,5	14,2
Теракт в Оклахома-Сити	19/04/1995–20/04/1995	1,2	3,9	9,7	12,9	30,8
Азиатский фондовый кризис	07/10/1997–27/10/1997	-12,4	8,8	10,5	25,0	16,9
Теракты в американских посольствах в Африке	06/08/1998–10/08/1998	0,0	-11,2	4,7	6,5	25,8
Разрушение Центра международной торговли и Пентагона	11/09/2001–21/09/2001	-14,3	13,4	21,2	24,8	-6,7
Дело компании Enron	31/01/2002–07/02/2002	-3,0	10,5	4,3	-9,5	-17,7
Средняя		-6,4	3,9	5,1	9,1	15,1
Медиана		-3,8	4,2	4,9	9,2	16,9

Источник: Bond Market Focus, Issue No. 02.38, 20 September 2002

Самым, на наш взгляд, любопытным в этой таблице является то, что реакция на запуск Советским Союзом первого искусственного спутника Земли была такой же, как и на объявление Первой мировой войны: до такой степени, по-видимому, США были напуганы угрозой возможной ракетной атаки со стороны СССР.

Поскольку эту информацию сложно свести в некую короткую памятку, наш неутомимый здравомыслящий человек спросит: «Кризис кризисом, а каким в это время будет наиболее вероятный размер потерь на рынке?» Мы можем рассмотреть проблему и с этой стороны. Итак, как себя вели рынки во время кризисов и рецессий? Ответ на этот вопрос дан в табл. 13.3.

Таблица 13.3. *Классификация рецессий в США по силе «медвежьей» реакции*

	Годы	Среднее снижение индексов
Худшие	1929, 1973, 1937, 2000, 1920	-54%
Тяжелые	1948, 1969, 1907, 1893, 1865, 1873, 1860	-35%
Типичные	1981, 1902, 1895, 1960, 1913, 1882	-23%
Мягкие	1919, 1890, 1990, 1899, 1887, 1957	-17%

Источник: Credit Suisse, NBER

В таблице 13.3 не упоминаются кризисы 1987 и 1998 гг., поскольку они не закончились рецессией. В целом же средний инвестор должен рассчитывать, что может потерять 23%, если он инвестировал в индекс рынка акций в момент, когда тот был в самой верхней точке. Важно помнить о том, что мы говорим об индексе рынка, а не об отдельных акциях, которые могут упасть гораздо ниже.

Итак, история кризисов — это набор страшилок. Тем не менее мы видим, что потери не кажутся убийственными, особенно если вы не должны ликвидировать свою позицию и можете дожидаться возвращения рынка. Позже, анализируя стили финансирования, мы упомянем совет известного американского инвестора П. Линча: если вы не готовы увеличить позицию в данной акции, когда она упадет на 20%, не инвестируйте в нее совсем. Похоже, этот хладнокровный подход оправдывается, если исходить из истории рынков.

Глава 14

ПРОВЕРКА ЗНАНИЙ: АНАЛИЗ ТЕКУЩЕГО КРИЗИСА

Кому-то бог послал сначала сыра, потом водки,
потом мужика с физиономией, требовавшей
вмешательства кулака, ...потом милиционера.
Уже на пороге КПЗ вспомнилось, что началось
все с кусочка сыра.

Из наблюдений Рынка

Задача этой главы

Когда речь идет о кризисах, очень полезно представить себя на месте инвесторов, потерявших деньги. Здесь следует сделать замечание: вы как инвестор не всегда должны оценивать кризис по сути, поскольку в конечном итоге история вряд ли полностью повторится, а поэтому практикам знать отдельные факты не столь важно. Для управления своим портфелем гораздо полезнее учитывать не исторические факты, а выводы, сделанные из кризисов. Однако вряд ли вам удастся выявить эти «самородки», если вы не сможете трансформировать сухие воспоминания историков в собственные ощущения. Без фиксации в своем мозге-биокомпьютере психологического опыта предыдущих поколений вы не проникнетесь ощущениями, которые в сложных ситуациях должны контролировать ваши страхи и жадность.

Вы никогда не думали, что общение автора с читателем напоминает односторонний обмен информацией между их биокомпьютерами? Но в этом обмене посредством бумаги пересылается информация, формируются имиджи, но передаются ли эмоции? *В финансах они не менее важны, чем в поэзии и драме.*

Чтобы помочь вам решить эту необычную задачу, мы предлагаем вам как бы вжиться в образ одного из героев картинок, иллюстрирующих крах банков (рис. 13.2 и 13.3 в главе 13). Представьте себе все факторы, которые

привели его к идее инвестировать: как он испытывал эйфорию от роста цен и на дома, и на акции; как на фоне возросшей инфляции его сбережения обесценились, что толкнуло этого человека вложить деньги в инвестиции... и как он стоит в очереди, чтобы получить остатки своих средств из прогоревшего банка. Наверное, россиянам это сделать несложно, потому что еще живы их воспоминания о последствиях кризиса 1998 г.

Предлагаем вам небольшую историю, чтобы облегчить «вживание в образ». Мой знакомый начинал работать трейдером в начале 1984 г. в одном из нью-йоркских банков. 1984 год! В финансовом мире — это словно несколько эпох назад. Тогда королем рынков в объемном исчислении был долг. Валюты, акции, сырье... все это было, но считалось вторичным. По Уолл-стрит ходили тысячи уважаемых трейдеров, торгующих облигациями.

Опционов не было. Сегодня обороты этого рынка составляют, наверное, триллионы долларов, а тогда он только зарождался. О кредитных деривативах тоже никто не слышал. На этом рынке сейчас тоже крутятся огромные деньги, но в 80-е гг. о нем никто и не думал, как не думает младенец о своих правнуках. Мало кто знал даже о долгах низкорейтинговых компаний. Миша Милкин (основатель этого направления в американском инвестиционном банке Drexel Burnham Lambert) сделает их популярными в течение следующих трех-четырёх лет, проложив дорогу к рынкам капитала тысячам малых и средних компаний, в том числе и сегодняшним российским.

О секьюритизации тоже не могло быть и речи. Сейчас этот рынок превысил объемы всех долговых рынков, а тогда и он только зарождался. Если подумать, в нашем сегодняшнем понимании трейдеры 80-х были, словно динозавры, — из другой эры. Менталитет был другой, жизнь была другой, люди еще донашивали клеш, мужики ходили с длинными волосами... Да и рынки были совсем другими.

Ставки государственных займов на них уже несколько лет росли — из-за цен на нефть, из-за падающего доллара. Снижались цены на недвижимость. Все происходящее казалось опытным людям дурным сном. Им не верилось, что еще совсем недавно все было не так: ставки, например, составляли примерно 4%. Это как если бы вы сейчас вспоминали уровень РТС в 1999 г. Не верится, да?

Знакомый сразу *понял*, что «процентные ставки — очень высокие». Он это усвоил так же прочно, как младенец — что такое соска. «Да, еще несколько лет назад ставки по тридцатилетним казначейским обязательствам (облигациям) правительства США были около 4%. Поэтому сегодня они сравнительно высокие». Его понимание было вот такое учено-казенное: «ставки высокие», поскольку он не пропустил их рост через себя и не понимал, сколько эмоций заложено в эту простую фразу. А к тому моменту, как говорили на Уолл-стрит, «кладбища были уже полны трейдерами, последними словами которых были: “Раньше я такого не видел”». Мой-то знакомый пришел, когда ставки уже были высокими, поэтому все, что слу-

чилось на рынке до него, казалось не относящейся к нему историей. Почти сказкой для взрослых.

Сейчас же ставки составляли выше 11%, но для него именно этот рынок был нормой, и он не волновался по поводу прошлого.

И все-таки однажды драма происходящего коснулась и его. В тот день, в мае 1984 г., во время аукциона ставки внезапно поползли вверх. Торговый зал взорвался. Звонили клиенты, звонили друг другу банки, звонили представители менеджмента, звонили консультанты. Все то замолкали, то кричали... и что бы кто ни делал, глаза всех присутствующих в зале были прикованы к маленьким мигающим зеленым котировочным экранам, которые вы теперь не найдете даже в музеях.

Рынок облигаций падал, потому что ставки росли. За спинами трейдеров появились хозяева банка. Раньше их редко кто видел в торговом зале. Но потери росли, рынок летел вниз, и было непонятно, кто выйдет на него покупать: кто будет «ловить падающий нож», как говорят тамошние шутники...

Через три дня ставка по тридцатилетним облигациям правительства США остановилась на отметке 70 базисных пунктов выше обычного, подскочив с 12,1 до 12,8%. Фирма потеряла больше 10% капитала. Еще неделю все ходили бы подавленными, но обстановку «разрядил» один из старших трейдеров, который свалился посреди зала с инфарктом.

Пока бедолаге оказывали первую помощь, коллеги развлекались тем, что делали ставки на «двух рынках»: «выживет ли старик Джо» или «сколько дней он проваляется в больнице». В общем, «забавное» происшествие отвлекло всех от грустных мыслей о рынке и бонусах. Так мой знакомый преобразовал свои ощущения о рынке. Теперь он не только «понимал», что до его прихода на рынок ставки были низкими, но и «осознавал» это как солдат, впервые нюхнувший пороху, который «несколько иначе» относится к рассказам о войне, чем те, кто там не побывал.

...Стандартный учебный случай из учебников в американских медицинских школах. В пункт неотложки поступает запрос на оказание срочной помощи. Пациент — мужчина 40 лет, работает на Уолл-стрит. Описание болезни — симптомов нет. Какой наиболее вероятный диагноз? Ответ: инфаркт.

В учебниках он описывается таким же деревянно-казенным тоном, каким начинающие трейдеры констатируют, что «раньше ставки были гораздо ниже» или «раньше случались кризисы».

Иначе говоря, смысл всего предыдущего изложения истории кризисов — предоставить вам полигон для моделирования своего поведения и для испытания себя на мудрость в преодолении жадности и страха, ведь, как говорили римляне, «хочешь мира — готовься к войне».

Почему же мы пишем об этой цели только сейчас, а не в начале 13-й главы? Потому, что человек сначала обращает внимание на факты, а затем — на эмоции, которые им сопутствовали. Очень рекомендуем пролистать

предыдущие страницы, чтобы не только увидеть сухие «сводки с полей», но и почувствовать их эмоциональный фон.

К этому моменту мы уже изложили в книге огромный материал. Для читателей может быть интересно прочитать предлагаемую главу, чтобы проверить свое понимание взаимодействия разных инструментов, рынков и т.д. Если какие-то моменты окажутся сложны для понимания, видимо, стоит поискать ответ в предыдущем материале. Иными словами, эта глава не должна показаться вам легкой, но с ее помощью вы сможете перепроверить свои знания.

Предыстория текущего кризиса

Продолжим рассказ о кризисах, начатый в предыдущей главе. Прологом сегодняшнего кризиса стало появление нового источника ликвидности в лице колоссального профицита торговых бюджетов в странах Азиатского региона и нефтедобывающих странах. «Новым рынком» стал рынок облигаций, обеспеченных, как правило, потребительскими кредитами, особенно ипотечными. Новыми финансовыми технологиями — CDO (о них мы будем говорить позже) и инструменты, связанные с торговлей кредитным риском.

В начале цикла деньги, вложенные в ипотеку, шли на приобретение жилья, затем — на покупку вторичного жилья (загородного и курортного), потом — на инвестиции в жилье, и, наконец, на спекуляции им.

Рост интереса населения к инвестициям в жилье стал следствием двух факторов. Во-первых, в 2001 г. ФРС снизила ставки в попытке не допустить перерастания финансового кризиса в экономический. Это сделало финансирование жилья более доступным.

Во-вторых, резкое падение рынка акций высокотехнологических компаний в 2001 г. заставило население искать альтернативы инвестициям в акции.

Рост спекуляций на рынке недвижимости происходил на фоне увеличения дефицита государственного бюджета США. Не в последнюю очередь он был обусловлен огромными расходами на содержание армии в Ираке. Так же стремительно рос и торговый дефицит США.

Казалось бы, два параллельных дефицита должны были бы привести к росту процентных ставок по облигациям США. В обычной ситуации их повышение отразилось бы на росте стоимости заимствования правительства США — как плате за дефицит бюджета. Повышенные ставки защитили бы доллар от падения, на которое его обрек торговый дефицит, а также снизили бы объемы спекуляций с недвижимостью.

Но этого не произошло, поскольку стандартный самокорректирующийся рыночный механизм был перекрыт избыточным притоком ликвидности (одним из основных его источников стал торговый дефицит), который

хлынул обратно в США, маскируя проблемы бюджетного дефицита. Страны Азии начали вкладывать полученные от торговли деньги в США, причем в двух форматах. Центральные банки азиатских стран инвестировали эти средства в облигации США. В то же время частные фонды скупали более доходные, обеспеченные кредитами населению, облигации, которые имели такой же кредитный рейтинг, как и правительство США, но давали больший доход.

Так получилось, что торговый дефицит США дал в руки других стран достаточно денег, чтобы профинансировать американский бюджетный дефицит. Поэтому хотя в США и продолжался рост ставок, он был очень медленным. Избыток ликвидности, образованный излишними расходами правительства и поддержанный деньгами экспортеров на фоне заниженных процентных ставок, и послужил основанием для начала спекулятивной спирали в недвижимости.

Источников избытка ликвидности было, конечно же, гораздо больше, чем дефициты США и накопления экспортеров. Увеличивались сбережения населения в пенсионных фондах, которые также поддерживали ликвидность. Повышалась задолженность американского и европейского населения, т. е. создавались новые деньги за счет этого типа долга. Снижался корпоративный долг в развитых странах и государственный долг в развивающихся, высвобождая ликвидность и т. д.

Относительная стабильность мировой экономики и избыток ликвидности способствовали возникновению интереса к недвижимости не только в США, но и во всем мире. В Европе появились ипотечные кредиты на 50 лет. Строительному буму, который распространился на весь континент, особенно на Испанию, также способствовало развитие механизма выпуска облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами населению, поскольку он стал основным инструментом рефинансирования банков. Этот механизм называют секьюритизацией (от английского слова *security* — обеспечение).

Его основным преимуществом стало то, что он помогал вовлечь в процесс финансирования инвестиционные фонды, а не только проводить финансирование за счет денег банков. В результате банки трансформировали значительную часть своего бизнеса по выдаче кредитов населению в бизнес по перераспределению финансовых ресурсов между фондами и населением. Иначе говоря, они выдавали кредиты, которые были обеспечены жильем, трансформировали кредиты в обеспеченные облигации, которые продавали фондам, а на вырученные деньги продолжали кредитование населения. В процессе банки получали комиссионные за предоставление этих услуг и от населения, и от фондов.

Таким образом, механизм секьюритизации не только открыл новые источники финансирования населения, но и снизил риски банков по кредитованию, частично распределив их по инвестиционным фондам. Во всяком случае, так казалось до 2007 г., когда стало ясно, что банки все равно остав-

ляли себе значительную часть кредитов, фактически создав собственные фонды для инвестиций в «проданные» кредиты.

Как мы знаем, инвестиционные фонды стремятся к увеличению своих доходов. Обеспеченные облигации имели высокий кредитный рейтинг, и потому их доходность была очень маленькой. Чтобы инвестировать в них, фонды начали использовать кредитное плечо. Причем оно могло превысить собственные инвестиции в 40 раз, т.е. фонды могли вкладывать только 2–3% своих денег и получать на них 20% дохода! При этом банки с радостью выдавали им миллиардные кредиты, поскольку обеспечением служили облигации с очень высоким кредитным рейтингом. Иначе говоря, дефолт облигаций казался таким маловероятным, что под их залог банки предоставляли огромные кредиты.

Как мы увидим, эта простая мысль оказалась не совсем верной: дефолт может быть маловероятным, но цена облигаций способна упасть и из-за резкого падения спроса на них, а не только из-за снижения кредитного качества. Этот просчет обернулся для всех участников рынка трагедией.

Постепенно банкам понравилось получать комиссионные от продажи кредитов, и они облегчили критерии их выдачи. Вначале стали выдавать меньшие суммы кредита в процентах от стоимости дома. Потом эта пропорция выросла с 75 до 100%. Банки мотивировали свое послабление тем, что через некоторое время соотношение опять снизится до 75%, поскольку недвижимость подорожает. Так они стали как бы соинвесторами в дома, которые финансировали: возврат кредитов теперь зависел от роста цен на жилье!

Но деньги все прибывали, и банки пошли по пути жадности и безумства еще дальше. Они снизили требования к размеру доходов заемщиков и документам, подтверждающим их благосостояние. Это способствовало вовлечению в процесс группы населения, ранее не имевшей доступа к приобретению домов. Особенно сравнительно бедных людей.

Банки пошли дальше и сделали еще один шаг в этом направлении: они стали предлагать кредиты, по которым в первый год нужно было выплачивать нулевой или очень низкий процент. Эта группа кредитных продуктов стимулировала огромный спекулятивный спрос на жилье: люди, обладавшие минимальными финансовыми средствами, покупали по несколько квартир, надеясь, что через год они смогут продать их с прибылью.

Именно кредиты бедным людям, внезапно получившим возможность купить дом, и спекулянтам, т.е. двум группам населения с плохим финансовым положением, и составили класс кредитов, который назвали элегантным словом «субпрайм» (нечто вроде «не первой свежести»). Так же называли и сегмент облигаций, обеспеченных этими кредитами: «облигации субпрайма».

Эта категория кредитов росла особенно стремительно в 2005 и 2006 гг., и в конечном итоге их доля достигла 5–10% от всего объема рынка ипотечных кредитов в США. Кроме того, кредиты такого качества начали активно раз-

виваться в Европе, особенно в Великобритании, хотя качество заемщиков в этих странах не опустилось до уровня американских.

Конечно, даже короткое описание истории вызывает у читателей вопрос: неужели инвесторы не знали об этом «беспределе» банкиров?! Ответ: знали. Тогда зачем же они покупали облигации, обеспеченные такими опасными кредитами? Для того чтобы ответить на этот вопрос, необходимо понять механизм секьюритизации.

«Инженерные» особенности секьюритизации и CDO

Здесь нам стоит ненадолго остановиться и рассказать о методологии создания инструментов, которые называют секьюритизацией, и CDO (collateralized debt obligation — обеспеченных долговых обязательств).

Начнем с обычных облигаций. По сути они представляют собой безусловное обязательство по выплате долга.

Секьюритизация осуществляется посредством выпуска обеспеченных облигаций. Они не являются безусловными обязательствами заемщиков. Выплата долга по таким обязательствам осуществляется только в том случае, если выплачиваются кредиты, которыми обеспечиваются облигации.

Есть и другие различия между обычными и обеспеченными (секьюритизированными) облигациями. Последние предполагают одновременный выпуск нескольких подвыпусков облигаций, которые обеспечены одним портфелем (авто-, ипотечных и т. д. кредитов). На языке финансов каждый отдельный подвыпуск называется *траншем*.

Можно сказать, что у обычных облигаций траншей нет: все они входят одним выпуском.

В случае обеспеченных облигаций *суммарный риск всех одновременно выпущенных траншей тот же, что и у обеспечивающего их портфеля в целом*. При этом каждый транш имеет разный риск невыплаты и, соответственно, разный кредитный рейтинг. Размер траншей также неодинаков.

Таким образом, обычные облигации зависят от кредитного риска *отдельного заемщика*, а обеспеченные риск конкретных отдельных заемщиков не рассматривают. Вместо этого они оценивают вероятность дефолта разных частей портфеля. Под каждую из этих частей выпускают свой транш со своим кредитным риском.

Например, если вы ожидаете, что 10% портфеля уйдет в дефолт с вероятностью 20%, 25% портфеля — с вероятностью 15%, а вероятность дефолта 65%-ного портфеля не превысит 2%, то на этом основании вы и разобьете портфель на три транша. Каждый из них будет разного размера (10%, 25% и 65%) в зависимости от размера кредитного портфеля. Из них первые 10% облигаций будут нести максимальный риск, так как в случае убытков во всем кредитном портфеле именно инвесторы в этот транш не только не

получат проценты, но и не вернут вложения. Из-за такого высокого риска этот транш будет иметь худший рейтинг, чем другие транши.

Идея следующая: транши с меньшим кредитным статусом предохраняют от дефолтов транши с большим кредитным качеством. Если в кредитном портфеле появляются дефолты, то в первую очередь не выплачиваются вложения инвесторов в нижние транши (транши с низким рейтингом). Иначе говоря, их вложения могут быть полностью уничтожены невыплатами. Если потери превышают объем траншей с самым низким рейтингом, то инвестиции не выплачивают следующему по старшинству траншу, и т. д. За то, что нижние транши защищают от убытков верхние, те, кто инвестируют в них, получают за это гораздо более высокий процент, чем инвесторы в более защищенные транши.

Таким образом, у вас образуется слоеный пирог, на основании которого вы предполагаете, что все-таки большая часть кредитов (в нашем примере 65%) не может уйти в дефолт, а, следовательно, она получает высокий рейтинг.

Технология CDO, по сути, ничем не отличается от секьюритизации. Точно так же выпуск делится на несколько траншей. Каждый из них имеет разный размер и разный рейтинг. Так же, как и в обеспеченных облигациях, рейтинг присваивался на основании оценки вероятности дефолта какой-то части портфеля.

Но CDO пошли дальше: они стали смешивать типы обеспечения. Если секьюритизация базировалась на ипотечных кредитах одной категории (например, субпрайма) или автокредитах одной категории, то CDO могли включать в себя не только ипотечные кредиты разных категорий, но и кредиты корпорациям, или облигации, или даже другие CDO. Их дополнительным основополагающим принципом стало не только разделение портфеля по принципу вероятности дефолта какой-то его части, но и снижение вероятности дефолта путем добавления в портфель малокоррелирующих активов.

Чтобы снизить вероятность дефолтов, банки стали добавлять в портфели кредиты «с низкой корреляцией к другим активам в портфеле». Например, что если какая-то отрасль будет переживать спад? Тогда шанс одновременных дефолтов в портфеле таких кредитов резко возрастет. Давайте добавим туда кредиты, выданные компаниям из другой отрасли, или из другого региона, или из другой страны... Тогда получается портфель, менее зависимый на какой-то один показатель. А раз так, то вероятность его дефолта ниже, рейтинг выше, а, следовательно, и стоимость заимствования (процентная ставка) ниже.

Именно следуя этой логике, «перепаковывали» кредиты. Их разделяли на кусочки и продавали в разные CDO.

Таким образом, на основе предположения, что исторические корреляции между активами будут сохраняться, была создана громадная индустрия CDO.

Вся эта технология была создана, чтобы инструменты этих классов могли получить максимально высокий кредитный рейтинг. В этом им помогали

монолайны — компании, занимающиеся страхованием долговых и производных инструментов в США, большинство из которых имело самый высокий рейтинг — AAA.

Монолайн в обмен на страховую премию страхует облигации низкого кредитного качества (как правило, не ниже BBB–). Поскольку рейтинг самой страховой компании высокий, ее страховка обеспечивает выпуску гораздо более высокий рейтинг, вплоть до AAA. Данная операция позволяет эмитенту существенно повысить объем размещения и снизить стоимость заимствований, т. е. разместить облигации по более низким ставкам.

Монолайны были созданы после Великой депрессии. Первоначально они занимались страхованием исключительно муниципальных облигаций, но в 1990-е гг. начали заниматься секьюритизациями, а затем и CDO.

Нарастание кризиса

Теперь мы готовы ответить на вопрос, почему же инвесторы покупали облигации, обеспеченные субпраймом. Дело в том, что процесс создания этих облигаций включал много уровней независимой проверки. Так, рейтинговые агентства проводили очень детальный анализ и портфеля, и процедур выдачи кредитов. При этом делали они свой анализ на основании информации, проверенной независимыми аудиторами.

И те, и другие знали о «специфическом» характере кредитов и были осторожны в оценках. Поэтому они исходили из предположения, что значительная часть кредитов уйдет в дефолт. Из-за этого каждый выпуск облигаций, обеспеченных субпраймом, состоял из большей доли траншей с низким кредитным рейтингом, чем обычные выпуски ипотечных облигаций.

После этого монолайны делали собственный анализ и выдвигали дополнительные условия, чтобы предоставить страховку на высшие транши. Таким образом, к инвесторам приходили предложения, которые детально анализировались двумя-тремя независимыми экспертами, обладавшими большим опытом.

В чем же все просчитались? В поведении инвесторов в недвижимость и самого рынка недвижимости, а также, и это самое главное, в устойчивости доступа к ликвидности. Как только рост цен на жилье остановился, и процентные ставки начали расти, владельцы стали посылать банкам не чеки с процентными выплатами, а ключи от квартир! Инвесторы, имеющие транши с низким рейтингом, первыми перестали получать купоны, которые должны были выплачиваться за счет процентов, уплаченных по кредитам.

Особенно быстро это произошло с облигациями, обеспеченными ипотечными кредитами, выданными в 2005–2006 гг. Это был как раз период, когда банки выдавали кредиты буквально первым попавшимся! Но заволновались инвесторы в этот сегмент облигаций в целом, а не только инвестировавшие

в облигации, обеспеченные неудачными портфелями двух последних лет. Инвесторы по каждой облигации, которые были обеспечены кредитами, ежемесячно получают отчеты о поведении портфеля кредитов, т.е. об исполнении обязательств заемщиками. Они видели проблему в динамике, и не только по кредитным портфелям 2005–2006 г. выдачи. Особенно заволновались, как вы понимаете, инвесторы в самые рискованные, нижние транши.

В конце февраля 2007 г. проблемы отдельных траншей стали трансформироваться в массовые продажи этих облигаций. Они были настолько масштабными и неожиданными, что слухи о распродажах докатились до рынка акций и привели к временной коррекции роста индекса Доу-Джонса. Однако хотя временно запаниковали держатели рискованных траншей и в некоторых других сегментах долгового рынка, в целом рынок обеспеченных облигаций и CDO не отнесся к ситуации как к критической и долгосрочной. Все-таки рынок субпрайма составлял незначительную часть (рис. 14.1) всего рынка облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, а тем более — всего рынка облигаций и CDO. Поэтому, хотя цены почти всех типов обеспеченных облигаций осели, а новые облигации разместить стало сложно, все же на конференции участников рынка секьюритизации, проходившей в мае 2007 г. во Флориде, считали поражение локализованным.



Рис. 14.1. **Американский рынок жилья по типам ипотечного кредитования**

Источник: Citi

Тем не менее некая обеспокоенность все же возникла и заставила банки более жестко подходить к оценке заемщиков, и не только в ипотеке.

Одной из первых жертв пересмотра критериев стало финансирование фондов прямых инвестиций, которые занимаются приобретением компаний

с использованием большого количества заемных средств. На этом явлении стоит остановиться отдельно.

В последние годы на рынках акций важным источником ликвидности стали сами компании. Они выкупают свои акции, да в таких количествах, что считается, что их покупки достигли 6% всего американского рынка. За один только 2006 г. компании выкупили акций на \$602 млрд.

Параллельно тем же самым занялись и фонды прямых инвестиций. Для того чтобы выкупить акции, компании часто занимали у банков или получали средства путем выпуска облигаций. Примерно таким же образом выкупали акции и фонды: они занимали у банков примерно 70% необходимых для этого средств. При этом выплачивать этот долг должны были сами купленные компании.

Что происходит с кредитным рейтингом компании, если она берет больше долга? Правильно, рейтинг падает, поскольку платежеспособность ухудшается ввиду большего объема обязательств. А если рейтинг ниже, то и процентная ставка должна быть более высокой. Это, как мы знаем из обсуждения облигаций, ведет к падению цены долга.

Но что в это время происходит с ее акциями? Поскольку спрос на них со стороны покупающего фонда или компании растет, их цена увеличивается. Таким образом, выкуп акций должен вести к одновременному росту цен на акции и падению цен их долга.

Почти год первое не сопровождалось вторым, поскольку банки были сверхликвидны и пытались разместить свои средства, невзирая на цель заемщика. Но субпрайм ужесточил критерии выдачи кредитов. Новость об этом, распространившаяся в конце мая, оказалась вторым шоком для всего финансового рынка. С этого момента и начался процесс, который назвали кризисом субпрайма.

Поскольку рынок похожих инструментов был уже подпорчен субпраймом и банки спохватились, что кредиты корпорациям должны выдаваться по более высоким ставкам, начался их рост, который привел к падению цен по всем типам долга, включая другие типы секьюритизации и CDO. Это подстегнуло продажи всех типов облигаций.

Распространение кризиса на другие инструменты

Как говорят на Уолл-стрит, «рынок — это большой зал с узким выходом». В момент, когда в него устремилось много игроков, рынок потерял ликвидность, о возможности недостатка которой за несколько лет процветания просто забыли.

Начиная с июня начал падать и рынок акций. Первоначально продажи мотивировались тем, что отсутствие финансирования не позволит фондам прямых инвестиций продолжать скупать предприятия и поэтому рынок акций потеряет важный сегмент спроса и перестанет расти. Но в конце июня этот рынок начал восстанавливаться.

Дело в том, что к моменту кризиса американский корпоративный сектор не имел существенных долгов. Поэтому многие предполагали, что, поскольку у корпораций отсутствует зависимость от рефинансирования, рынок акций значительно упасть не может. Более того, ожидалось, что корпорации воспользуются временной коррекцией и купят свои подешевевшие акции, как они делали это несколько раз в моменты коррекций последних пяти лет.

Однако в середине июля рынок акций снова начал падать. На этот раз причиной послужило повышение банками ставок финансирования хедж-фондов. Это, в свою очередь, произошло из-за странного поведения денежного рынка — рынка, на котором банки обмениваются краткосрочными деньгами. Поскольку банки не могли точно знать размер инвестиций друг друга в пораженные рынки, они резко ограничили лимиты взаимного кредитования. В результате и внезапно выросли ставки взаимного кредитования банков, и сократились объемы. Эту показательную историю иллюстрирует график на рис. 11.1 (Поведение индекса ликвидности Citibank международной банковской системы в исторической перспективе). Банки, в свою очередь, увеличили ставки, по которым они выдавали краткосрочные кредиты клиентам, и тоже снизили их объемы. Так среди пострадавших клиентов оказались и хедж-фонды.

Особенно сильно пострадали фонды, занимавшиеся спредовыми стратегиями инвестирования. Для этого, как вы помните, они покупали «хорошие» акции и продавали «плохие». Напомним уже приводившийся пример: те фонды, которые реализовывали такие стратегии в секторе телекомов, могли купить акции «Вымпелкома» и продать акции МТС, или наоборот, рассчитывая на то, что купленная акция вырастет, а проданная упадет или не вырастет на столько же, что и купленная.

Поскольку возврат на инвестиции спредовых стратегий ниже, чем направленных, фонды одалживали у банков, чтобы инвестировать объем средств, в 5–10 раз превышавший их собственные инвестиции. И вот теперь банки стали повышать ставки финансирования и даже снижать объем кредитов. Фонды были вынуждены начать ликвидацию своих позиций.

Причем банки изъяли только часть средств у некоторых фондов, но проблема в том, что когда началось «давление» на цены конкретных акций, многие другие фонды вынуждены были их продать. Таким образом, сложилась парадоксальная ситуация, когда «хорошие» акции продавались, но одновременно многие фонды откупали проданные когда-то «плохие» акции, т. е. цены первых падали быстрее рынка, а цены вторых могли даже вырасти (рис. 14.2).

Одновременно начал падать и рынок валютной пары доллар/иена. Спрашивается, при чем тут валюты?! Ответ: фонды зарабатывали хорошие деньги, покупая валюту с высокой процентной ставкой (доллар) и продавая с низкой (иена). При этом они зарабатывали процентный дифференциал. Когда же стало ясно, что клиенты-инвесторы выводят деньги из управляющих компаний, те начали закрывать позиции, и доллар рухнул против иены.

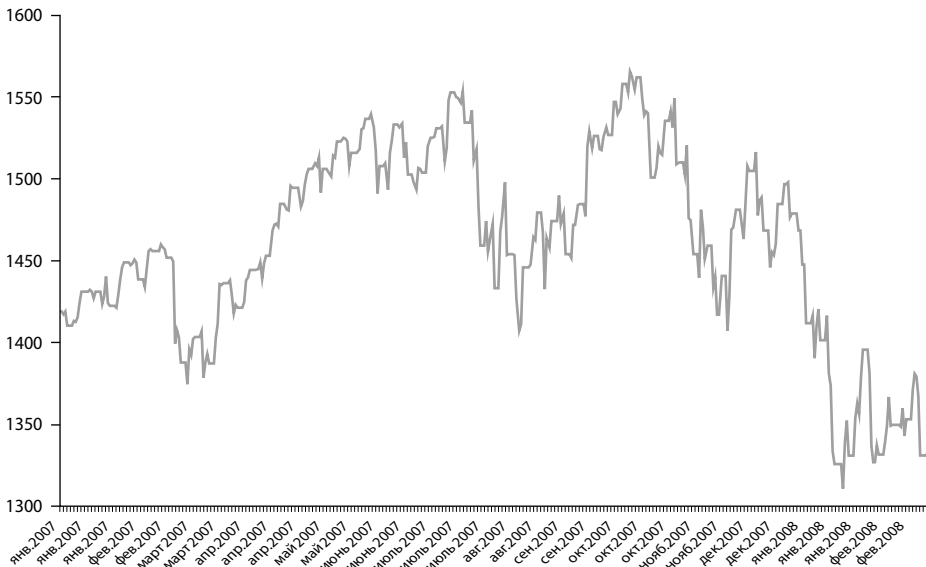


Рис. 14.2. Динамика S&P 500 с января 2007 г.

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Таким образом, уменьшение ликвидности в небольшом сегменте облигаций в феврале 2007 г. превратилось в цунами, которое к июлю начало затапливать все сегменты финансовых рынков, включая, казалось бы, такой далекий от экзотических стратегий рынок акций.

В середине августа на рынке начали говорить о неизбежном снижении ставки ФРС. Эти пересуды сопровождались небывалым ростом ставок на денежных рынках (так называемых ставок ЛИБОР). Запредельный скачок был вызван тем, что «просто-напросто» три немецких банка объявили о проблемах из-за огромных потерь на вложениях в американский рынок. Одновременно французский банк BNP Paribas заявил, что не может оценить стоимость активов фондов, которыми он управляет.

Рынку стало очевидно, что и испанские банки, которые выдавали огромное количество ипотечных кредитов, больше не смогут использовать секьюритизацию как источник ликвидности. Стало быть, они могут обанкротиться и уж точно готовы платить гораздо более высокие ставки... И цены на их облигации начали резко падать!

Одновременно вспомнили о Великобритании, где использовались кредиты, похожие на американские, и началось падение и акций английских банков, которые активно выдавали подобные кредиты или специализировались на инвестициях в них. Первой жертвой стал банк Northern Trust. Его акции упали, а затем фактически перестали торговаться¹.

¹ В конце концов его национализировали, но это было потом, в феврале 2008 г.

Все эти события привели к тому, что банки стали еще более осторожно давать друг другу займы, и появились опасения, что начнется кризис ликвидности европейской банковской системы. Поэтому Европейский центральный банк (ЕЦБ) пошел на небывалые меры и в начале сентября выдал банкам €60 млрд краткосрочных кредитов.

А неделей позже ФРС снизила ставки на полпроцента, что очень много для одновременного снижения. Все рынки начали постепенно восстанавливаться.

Кстати, к этому моменту уже подсчитали, что убытки, связанные с субпраймом, не очень велики, более того, что они не распространяются на другие сегменты рынка ипотеки, что американцы продолжают платить по кредитам... Но это уже никого не волновало! Кризис жил своей жизнью шарика, оторвавшегося от ниточки!

Середина кризиса

Возникновение проблемы у монолайнов

Пару недель передышки дали возможность рынкам оглянуться, чтобы переоценить ситуацию и определить, что еще может стать причиной проблем. При этом в душах участников звучала музыка из фильма «Челюсти». И не зря: вспомнили о монолайнах. Почему «вспомнили»? Потому что они являлись частью высокоспециализированного сегмента рынка. Многие о них даже не слышали, а те, кто слышали, не понимали, чем они конкретно занимались, и поэтому не могли оценить уровень угрозы.

Точнее, не «вспомнили», а «обнаружили», потому что, как оказалось, в последние 15 лет такого рода страховые компании получали прибыль, страхуя те самые сложноструктурированные обеспеченные облигации и CDO — т. е. инструменты, которые сейчас находились в эпицентре кризиса. Стало ясно, что их страховками могут воспользоваться и что монолайны ожидают убытки невероятных размеров. Возникли опасения, что для того, чтобы их возместить, у этих компаний не хватит капитала. Получалось, что их обязательства больше не являются обеспеченными, из чего следовало, что монолайнам грозит снижение кредитного рейтинга. Это автоматически означало бы снижение рейтингов всех застрахованных ими облигаций.

Последнее обстоятельство наиболее критично для фондов, в уставах которых прописаны требования к минимальному уровню рейтингов инвестируемых активов. Если снижались рейтинги страховщиков, то снижались и рейтинги облигаций, которые были ими застрахованы. Получалось, что фонды, ориентированные на высокие рейтинги, будут вынуждены продать долговые инструменты, не отвечающие установленным требованиям. Таким образом, рынок осознал, что проблемы монолайнов чреватны понижением рейтинга облигаций на сумму, превышающую \$1 трлн.

Процесс изменения рейтингов довольно быстро получил первый импульс. Рейтинговое агентство S&P снизило прогноз рейтингов четырех крупных компаний-монолайнов — MBIA, Ambac Financial Group, XL Capital Assurance и Connie Lee — до «негативного». Fitch вслед за S&P внесло в список на понижение рейтинга крупнейший в мире монолайн — MBIA. Агентство также снизило рейтинг ACA Capital Holdings до «ССС» с «А», что повлекло за собой понижение рейтингов свыше, чем 3000 выпусков муниципальных облигаций.

Муниципальных облигаций! Подумайте только, насколько широко раскинулась сеть кризиса! Ведь понижение рейтингов монолайнов грозит всем штатам и городам тем, что и ранее выпущенные выпуски облигаций упадут в цене, а новые в такой ситуации будут еще дороже. Да и доступ к рыночному финансированию сократится, ведь инвесторы в эти инструменты тоже понесут огромные потери и их возможности снизятся. Что тогда будут вынуждены делать местные правительства? Повышать налоги! А это значит, еще больше снижать доход населения и тем самым — ослаблять стимулирующее экономику потребление.

В этот момент, как говорят американцы, кризис на Уолл-стрит стал кризисом всей нации.

Обострение проблемы ликвидности и ее последствий

Параллельно продолжало сокращаться кредитование. Кредитные потери банков привели к гораздо более значительному сокращению их ресурсов. В среднем банк может на \$8 капитала привлекать \$100 депозитов. Соответственно \$8 млрд потерь снижали способность банка кредитовать или покупать ценные бумаги на \$100 млрд. Это вынудило банки уменьшить размеры кредитования и даже продать часть имеющихся активов¹.

Итак, кредитные потери повлекли за собой резкое снижение ликвидности банков, а потому и долговых рынков. Снижение ликвидности стало не менее серьезной проблемой, чем собственно кредитные убытки. Теперь размер ликвидности стал определять общий объем убытков банковской системы. Дело в том, что на балансе банков осталось огромное количество облигаций, которые из-за отсутствия ликвидности было невозможно оценить (как в ранее упомянутом случае с банком BNP), поскольку было непонятно, по какой цене их можно продать и кому. Как в истории, о которой упоминалось в начале главы, не было инвесторов, готовых «поймать падающий нож».

Вследствие этого оценку облигаций в собственном портфеле банков приходится проводить исходя из худшего сценария, что, в свою очередь, опять ведет к убыткам, а это еще больше снижает размер капитала и возможность содержания портфеля. Иначе говоря, получается спираль, ведущая к дальнейшему снижению ликвидности и еще большим убыткам.

¹ На апрель 2008 г. объем убытков банков превысил \$250 млрд. Таким образом, банковское кредитование снизится более чем на \$3,1 трлн ($\$250 \text{ млрд} \times 100\% / 8\%$) — астрономическая сумма для мировой экономики. И это только потери банков, а что говорить об инвесторах!

Здесь следует отметить, что нужно различать реальные (кредитные) убытки, которые были следствием невозврата кредитов, и убытки, вызванные отсутствием ликвидности. Те, кто имели бы возможность держать облигации до погашения, избежали бы убытков второго типа и во многих случаях не потеряли бы деньги!

ФРС и европейские банки проводили постоянные вливания ликвидности в рынок, в первую очередь, чтобы сдержать ее падение во всей европейско-американской системе (рис. 14.3 и 14.4).



Рис. 14.3. Меры ФРС по борьбе с кризисом

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

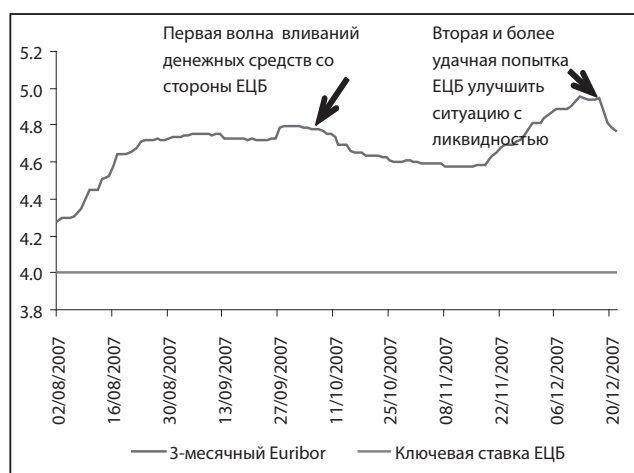


Рис. 14.4. Меры ЕЦБ по борьбе с кризисом

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Действия ФРС привели не только к снижению ставок на межбанковском рынке, но и на рынке долгосрочных казначейских облигаций США (рис. 14.5).



Рис. 14.5. Реакция цен казначейских обязательств США на события, связанные с кризисом субпрайма

Источник: Citi

Повышая ликвидность и снижая ставки, ФРС одновременно решала проблему поддержания темпов экономического роста. Ведь снижение возможностей финансирования уменьшило число покупателей жилья, и кризис на рынке недвижимости усугубился. Статистические показатели продолжали обновлять многолетние минимальные уровни.

Такие меры, как снижение ставок и вливания ликвидности, не были простым и очевидным решением проблемы, поскольку ухудшали инфляционные показатели. А ведь, несмотря на кризис, показатели инфляции оставались очень тревожными. Действия ФРС по понижению ключевой ставки в попытке выйти из затянувшегося кризиса начинали напоминать поведение загнанного в угол зверя — у нее осталось все меньше пространства для маневра. Это также добавило рынку нервозности.

Чтобы усилить эффект мер, предпринимаемых ФРС и ЕЦБ, правительство США разработало свой план решения проблем. Так, Казначейство (Минфин) США в декабре 2007 г. подготовило план по замораживанию на ближайшие пять лет ставок по ипотечным кредитам, выданным с 2005 г. по июль 2007 г. Это должно было коснуться более 580 000 заемщиков с общим объемом кредитов в \$141 млрд. В январе 2008 г. президент Буш объявил о дополнительном пакете мер по стимулированию экономики. Он оценивается примерно в \$145 млрд. Эти меры направлены на то, чтобы предотвратить снижение американцами уровня потребления, что было одной из основных причин Великой депрессии и что угрожает и возникновением проблем на рынке недвижимости, и рецессией, и рефинансированием муниципалитетов.

Ситуация в банковском секторе

Не только ФРС поддерживала банки. На помощь пришли инвесторы из Азии и стран — экспортеров нефти. Инвестиционный фонд правительства эмирата Абу-Даби купил 5% акций Citigroup. Акции компании UBS на €7,9 млрд были куплены фондом и крупным инвестором с Ближнего Востока. Китайская инвестиционная корпорация China Investment Corp. купила 9% акций Morgan Stanley, и т. д.

Тем не менее ситуация оставалась непростой. Акции банковского сектора стремительно падали. Многие из них потеряли в цене 40% своей стоимости, в то время как в прошлые кризисы этот показатель достигал 60–70%. Это видно на графике динамики индекса ВКХ (рис. 14.6), расчет которого основывается на 24 акциях крупнейших банков и финансовых институтов США.

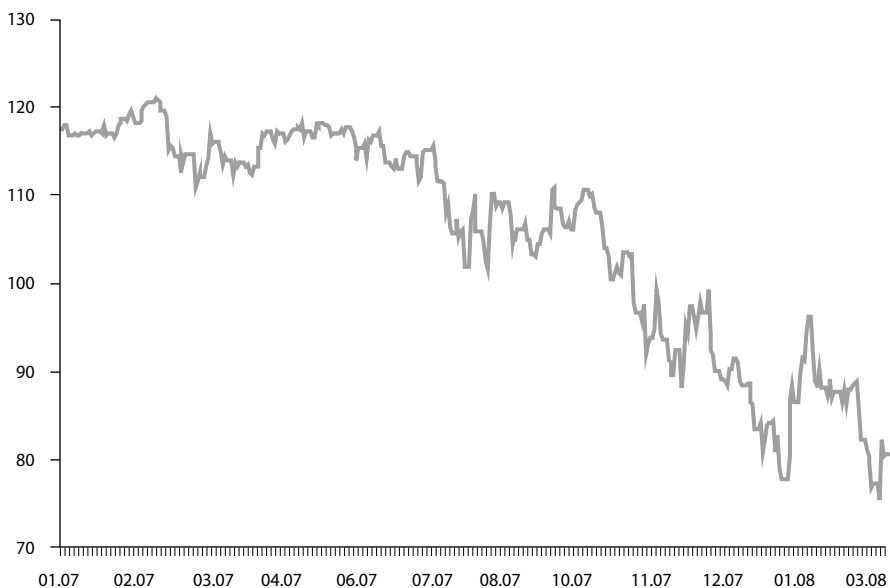


Рис. 14.6. Динамика индекса ВКХ

Источник: Блумберг, «Альфа-Банк»

Профессор финансовой истории Р. Силла отметил, что в 2007 г. потери банков были на втором месте после времен Великой депрессии. Тогда, в 1929 г., индустрия потеряла \$500 млн, в 1930 г. — \$1,7 млрд, в 1932 г. — \$2 млрд. Треть банков обанкротилась (7000) и в целом отрасль не была прибыльной до 1936 г. При этом в период с 1920 по 1930 г. она заработала «всего» \$1 млрд. Хотя Силла посчитал убытки только американских банков, эта сумма кажется сегодня незначительной: к моменту написания этой книги ожидаемый размер убытков, понесенных банками, составил \$250 млрд. Хотя многие банки, вошедшие в

этот список, потеряли не только на своих операциях в США, а некоторые из них — вообще иностранные, все равно эта цифра поражает воображение!

Что дальше?

Кризис оказался очень тяжелым. Наверное, если бы ФРС и ЕЦБ не заняли активной позиции, чтобы облегчить его последствия, сегодня бы мы говорили не только о тяжелом финансовом кризисе, но и о тяжелой рецессии. К сожалению, возможно, что этот разговор еще впереди.

Если потери банковской системы будут продолжать наращаться, ситуация с международной ликвидностью ухудшится, т.е. корпорации не смогут одалживать средства на развитие и повсеместно резко замедлится экономический рост.

Если эти опасения подтвердятся и в отношении Европы, то скорее всего, и там процентная ставка снизится, что послужит сигналом к продажам евро против доллара.

Одновременно будут пересмотрены прогнозы по росту Китая и Индии, поскольку предстоит учесть снижение покупательной способности двух основных рынков этих стран.

Уменьшение ожиданий в отношении роста этих стран может повлечь за собой дальнейшую коррекцию их рынков акций. Кроме того, это приведет к коррекции ожиданий на рынках сырья.

Для России это плохой сценарий, поскольку понижение цен на сырье будет происходить и из-за роста доллара (падение которого влекло за собой рост цен на сырье), и из-за снижения цен на сырье.

Для США осложнение выхода из кризиса США будет обусловлено ростом ставок по долгосрочным облигациям. Это будет вызвано несколькими факторами. Массовая продажа долларов, которую провели центральные банки мира в последние месяцы, приведет к тому, что снизится их доля финансирования бюджетного дефицита США. Имеется в виду, что, поскольку у них меньше долларов, они будут покупать меньше облигаций. Меньший спрос повлечет за собой удорожание процентной ставки.

Кроме того, рост юаня и последующее удорожание импорта из Китая и других стран Азиатского региона увеличат инфляцию. Но оба этих фактора будут незначительными по сравнению с печатанием денег, к которому могут прибегнуть США, чтобы рекапитализировать банковскую систему или даже просто ее поддержать.

Поскольку ставки США являются очень значимым фактором для всех международных финансов, то, если этот сценарий сбудется, дороговизна заемных средств повредит всем.

После такого нерадужного прогноза оговоримся. По-видимому, все не так плохо, как могло бы быть: в 2000–2001 гг. рынок очень сильно упал после паники, вызванной скандалами вокруг компаний WorldCom и Enron.

Тогда его падение было очень значительным, хотя потери составляли несколько миллиардов долларов. Теперь из-за сравнимых скандалов рынок потерял в сто раз больше! Однако на данный момент его падение не носит панического характера.

Будем надеяться, что власти США и дальше смогут сдерживать рынок от паники, и тогда даже негативный сценарий не вызовет его значительного дальнейшего падения, хотя дальнейший рост и будет более медленным, чем ожидается сегодня.

Сравнение тенденций и «пузырей» прошлого и будущего

Позитивные тенденции появлялись в разных частях света много раз, но почти всегда они развивались до пузыря, который лопался, унося в таргараы все финансовые прибыли инвесторов, а также их сбережения. Поэтому, анализируя катастрофическую ситуацию сегодня, в 2008 г., давайте попробуем понять, почему мы все-таки думаем, что финансовый кризис не перерастет в панику и депрессию. Отвечая на этот вопрос, исследователи приводят несколько факторов.

Первый. Центральные банки научились регулировать экономику. Это касается как развитых, так и развивающихся стран. Та самая критика и наставления МВФ и Всемирного банка, за которые так не любили «империалистов», привели к созданию внутренних школ регулирования в большинстве развивающихся стран, которые далеко не во всем используют внешние методологии, но в целом переняли методики, применяемые в развитых странах. Очень во многом они основаны на рекомендациях М. Фридмана, которые он так элегантно свел к фразе: «Бесплатных ланчей не бывает».

Второй. Еще раз повторимся: внутренние реформы привели к созданию среды для роста крупного, среднего и особенно малого бизнеса во многих странах мира. В США именно предприятия и фирмы малого бизнеса являются основой экономики и создателями большинства рабочих мест. Такие бизнесы более мобильны и быстрее реагируют на изменения конъюнктуры, чем крупные компании. Их мобильность становится буфером для экономик. Поэтому и вероятность кризисов перепроизводства, которые в прошлом перерастали в депрессии, становится меньше.

Третий. Реформы экономики привели к появлению многочисленного среднего класса во многих странах мира. Благодаря этому накопленное в нем богатство стало распределяться более равномерно. Возникло некоторое подобие многополярности, когда экономики многих стран и регионов могут продолжать развиваться, не впадая в зависимость от одной страны мира до такой же степени, как раньше.

Четвертый. Одним из типов преобразований стали реформы пенсионной системы и системы сбережений в целом. Благодаря этой тенденции

средний класс вкладывает свои сбережения в рост экономики путем покупки пенсионных фондов и ПИФов, которые, в свою очередь, вкладывают их в акции и облигации, повышая спрос на них, а потому и биржевые котировки. Так население, с одной стороны, помогает расти финансовым рынкам, а финансовые рынки, с другой стороны, помогают расти экономике.

Пятый. Финансовые рынки стали оказывать прямое воздействие на управляющих компаниями. Раньше они это делали, «голосуя ценами на акции», т. е. повышая или понижая котировки компаний. Теперь же появилась тенденция, когда владельцы акций заставляют управляющих пересматривать стратегию компаний, приводя ее в соответствие с ожиданиями рынка. Например, деньги, которые тратились на приобретение новых компаний, теперь все чаще выплачиваются в дивидендах или используются акционерами для приобретения собственных компаний. Первое увеличивает покупательскую способность инвесторов, а второе снижает количество акций на рынке, повышая спрос на них, т. е. способствует росту их котировок.

Шестой. Рынок акций будет продолжаться поддерживаться покупками фондов прямых инвестиций и суверенными фондами. Избыток денег в международной системе остается. Просто эти фонды стали очень разборчивыми. Их деятельность возобновится довольно быстро, даже если будет рецессия.

Благодаря этим факторам экономика и финансы мира сейчас кажутся более защищенными, чем раньше. Поэтому будем надеяться, что кризис мы преодолеем без ужасных потрясений и в относительно короткий срок, ну, скажем, за год-полтора.

Глава 15

СТИЛЬ, ПРАВИЛА ВЫЖИВАНИЯ И ИЗМЕРЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Страх и жадность стерегут вас,
Чтоб коварно обобрать.
Если праздные мотивы
Подтолкнут вас торговать.
Из наблюдений автора

Торгово-инвестиционный стиль

К раввину на суд пришли двое соперников. Раввин выслушал одного, поднял глаза к потолку, подумал и изрек: «Ты прав». Затем выступил второй. Раввин минуту помолчал, покрутил бороду и изрек: «Ты тоже прав».

Случайно оказавшийся в кабинете прихожанин, который стал невольным свидетелем суда, воскликнул: «Рабби, но как оба могут быть правы, если у них противоположные точки зрения?»

Раввин дружелюбно посмотрел на него и задумчиво произнес: «И ты тоже прав».

На рынке все зарабатывают по-разному. У всех есть своя зона комфорта, и интуитивно люди подстраивают под нее свой торговый стиль. Иногда со стороны он кажется нелепым, но инвестор его эффективно использует на протяжении долгих лет.

Несмотря на все разнообразие стилей, мы выделим всего три.

Первый: «Покупай низко — продавай высоко» (не обязательно в таком порядке). Этот принцип говорит о том, что активы можно покупать только на распродажах или хотя бы со скидками (когда рынок «откатился» от максимальной цены).

Второй способ: «Покупай высоко — продавай выше или продавай низко — покупай еще ниже».

Сравнивая эти два девиза, мы замечаем очень разные подходы. Первый ориентирует вас на успех в ситуации, когда рынок колеблется в ценовом интервале, т. е. продавать вверху и покупать внизу ценового диапазона. Это популярная стратегия, поскольку, как говорят, любой актив находится в ценовых интервалах 70% времени своего существования, так что у инвестора есть достаточно возможностей заработать.

График валютной пары доллар-иена (рис. 15.1) служит олицетворением этой идеи. На протяжении 15 лет центром ее котировок является 112,00 иен на доллар. Те, кто придерживался этой стратегии, могли покупать и продавать много раз.

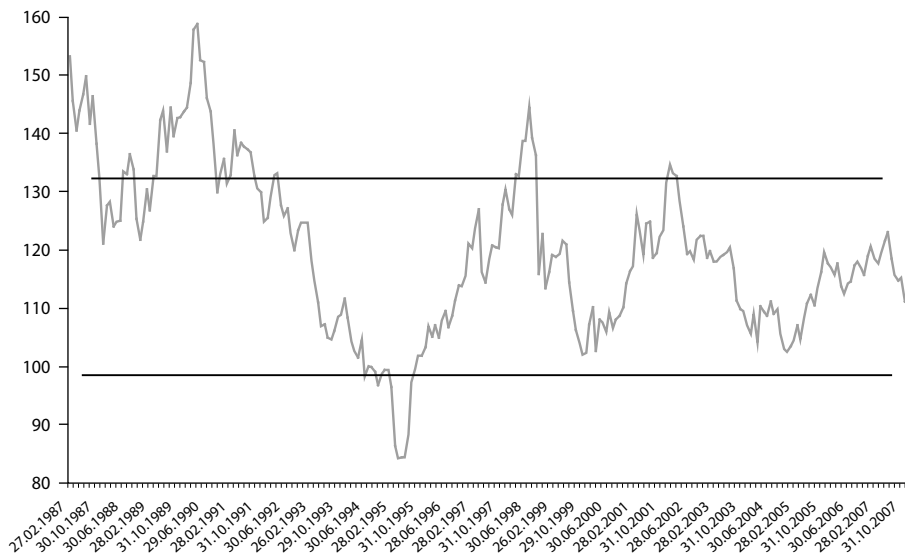


Рис. 15.1. **Динамика месячного курса доллар/японская иена**

Источник: Блумберг

Второй девиз используют те, кто ставит на изменение статуса-кво, т. е. на «прорывы рынка». Они ждут или кризисов (если сначала продают), или объявления о приходе новых классов инвесторов (если покупают).

Вы редко встретите людей, которые в равной мере применяют приемы, предполагаемые обоими стилями, поскольку необходимые для них зоны комфорта — слишком разные. Одни рыбаки любят, когда много плотвы, а другие неделями ждут одну щуку.

Третий стил — это инвестиции в спредовые стратегии, у которых нет направления, т. е. они не направлены на понижение или повышение рынка. Напомним: идея состоит в том, что внутри разных активов есть возможность заработать. Например, вы считаете, что акции МТС, в отличие от акций «Вымпелкома», только начали расти и поэтому пойдут в рост быстрее. Значит, вам

нужно купить МТС и продать «Вымпелком». Тогда, в каком бы направлении ни пошел весь рынок акций, вы, скорее всего, много не потеряете, поскольку акции внутри спреда будут двигаться в значительной мере в унисон.

Зато, если ваша догадка правильная, деньги вы заработаете.

Есть невероятное количество вариаций на эти три темы. Но *прежде чем вы начнете инвестировать или торговать по-крупному, вам нужно определить, какому стилю в целом вы следуете*. Вы же решаете перед походом в ресторан, вегетарианец вы или больше специалист по выпивке... Если вы вынесете из книги только эту идею, можно считать, что вы прочитали ее не напрасно.

Торговый стиль... Как много в этом звуке для сердца трейдера сбилось! Вот вы смотрите на рынок и думаете: «Покупать или продавать — вот в чем вопрос?» А ведь никто не знает, почему здесь нужно купить или там продать, а может, пока подождать. Всем вроде есть что сказать, но истиной в последней инстанции не владеет никто!

Во вступлении мы говорили о том, что многих пугает сама идея инвестиций. Это происходит в том числе и потому, что люди боятся ошибиться. Но вы обнаружите, что очень часто именно изначально неудачная инвестиция бывает очень прибыльной. Например, вы купили акции, их цена рухнула, но через некоторое время выросла. В момент ее роста вы понимаете, что если бы вы ошибочно не вошли в позицию, то сейчас бы уже не могли купить, потому что цена кажется вам заоблачной... и продолжает расти. Но вам на помощь пришла ошибка.

Так по цене, по которой вы купили, нужно было продавать или покупать? Чтобы не нервничать, запомните: в краткосрочной перспективе если цена падает — продавать, а чтобы выиграть в среднесрочной перспективе — покупать... А что такое «долгосрочная» и что такое «краткосрочная» перспектива? Ответить непросто!

Мы хотим подвести вас к простой мысли: *не вы одни этого не знаете*. С опытом появится ощущение, что вам делать комфортнее. Именно в этом направлении вы и будете двигаться. Иными словами, *стиль — это способ наложения вашего прочтения информации на ваши зоны комфорта*. И у всех он разный...

...Однажды в Лондоне открывали новую пожарную станцию. Освящать ее пришли представители трех конфессий. Министр-протестант произнес молитву, католик окропил станцию святой водой, а раввин обрезал пожарный шланг.

Так и вы... Следуйте своим путем, понемногу набирая опыт.

Правила выживания

Закрывай убытки и давай прибылям расти

В противоречивом мире рынков особенно сложной считается идея управления риском. Один из первых законов, которые внушаются трейдерам, —

это закон стоп-аутов. Он заключается в том, что купленные акции нужно продавать, когда их цена начинает падать ниже вами же определенного уровня, с тем чтобы избежать незапланированных потерь.

Иными словами, как только позиция становится некомфортной, вы должны ее закрыть. Считается, что таким образом вы будете оберегать свои результаты и не потеряете на одной инвестиции большую часть средств, выделенных на инвестиции.

Уровни стоп-аутов все выбирают по-разному. Одни определяют их как максимальные потери на инвестицию (например, не более 5% или не более \$100 000), другие ориентируются на уровни цен, полученные из технического анализа, а третьи изобретают более сложные алгоритмы.

Таким образом, важен удобный вам метод, но принятым ранее решениям по цене стоп-аута нужно следовать, когда рынок ее достигает. Это очень непросто и требует времени, чтобы привыкнуть к этой дисциплине.

Тем не менее и этот подход не является универсальным. Точнее, он универсален для трейдеров, но инвесторы могут следовать другой уже упомянутой идее, высказанной П. Линчем: если вы не готовы увеличить позицию в данной акции, когда она упадет на 20%, не инвестируйте в нее совсем.

Иначе говоря, П. Линч в стоп-ауты не очень верит, как не верит в них и У. Баффетт. Им ближе старая биржевая поговорка, которая по этому поводу гласит: нельзя разбиться, падая из подвального окна. Скорее всего, это объясняется тем, что он детально изучал компании, прежде чем инвестировать в них. Следовательно, Линч был уверен в ценности компании больше, чем многие из нас уверены в ценности своих инвестиций. Кроме того, он был готов держать их дольше, чем обычно готовы держат инвесторы.

На самом деле ситуация сложнее. На Уолл-стрит любят повторять, что молодые трейдеры теряют, поскольку долго не прибегают к стоп-аутам, а опытные — потому что слишком рано фиксируют прибыль. Первую ситуацию мы рассмотрели. Вторая же объясняется тем, что портфели опытных трейдеров гораздо больше портфелей начинающих, и поэтому их ошибки стоят дороже. Если они не могут «отбить их» на правильно занятых позициях, то тоже выбывают с рынка.

Психологический комфорт — показатель управляемости позиции

Мы постоянно говорим о психологическом комфорте. К сожалению, как и все инвесторы, вы обязательно столкнетесь с ситуацией, когда возьмете очень большую позицию и при первом же неблагоприятном движении рынок вас «выбьет». Как правило, у инвесторов не выдерживают нервы. Мы уже говорили об очень простом способе самоконтроля: чтобы избежать «выбивания» из позиций, а) контролируйте свою жадность на всех стадиях ведения портфеля; б) «подкладывайте соломку» под свой будущий страх тем, что, прежде чем занимать позицию, осмыслите и выберите *минимальный* объем, комфортный для данной сделки, а потом... *займите позицию*,

размер которой в два раза меньше комфортного объема! Такой подход не даст быстрого обогащения, но зато «удержит вас в игре»!

Один знакомый рассказывал, как в 1998-м купил по 10 центов 13 миллионов акций «Газпрома»! Когда он мне об этом сказал, в моей голове возникло \$1,3 млрд в сегодняшних деньгах!!!

Но! Оказалось, что он их продал по 20 центов, заработав всего 100% за три месяца.

Мое сердце упало... 100% вместо одного миллиарда!!! Даже я почувствовал себя бедным!

Потом знакомый сказал, что выкупил акции обратно по 30 центов! Мне стало легче... Но оказалось, что он их продал по \$3... Он мне это рассказывал, когда акция «Газпрома» стоила \$14. Ну, блин, я так за него переживал... а он все равно остался «бедным»!

Купил бы позицию поменьше, может, и держал бы ее дольше и был бы богаче. Кстати, если вам страшно, когда цена начала падать, не прячьтесь только за полными стоп-аутами из позиции. Может быть, нужно просто уменьшить ее до комфортного уровня.

Измерение результатов

Неважно, как считать, был бы навар

«Абрамчик, — спросили друзья одного торговца, — на чем ты все-таки зарабатываешь?» «Я беру яйца за тридцать рублей, варю их и продаю за тридцать», — гордо сказал досточтимый Абрам. «А в чем же твой интерес?» — удивились они. «Так мне же навар достается!» — пояснил тот.

Как и уважаемый торговец вареными яйцами, мы частенько измеряем свои успехи по только нам понятным критериям. Один из основных моментов, о котором должен помнить начинающий инвестор, состоит в том, что *думать об инвестициях нужно в процентном отношении*. Если вы ничего, кроме этой мысли, не почерпнете из данной книги, все равно она значительно облегчит вам жизнь! Мы ведь как привыкли думать? Вложил 100 рублей, получил 110, значит, заработал 10 рублей. А это ведет к проблеме: вы начинаете пересчитывать все доходы в машинах и отпусках. Это еще куда ни шло. Ведь потери вы тоже пересчитываете. Сегодня, например, потеряли корову, завтра — «Москвич».

Герой книги Лефевра вспоминал, как однажды с ланча в его брокерскую контору вернулся один из трейдеров. Он рассказал, что видел в магазине чудесную шубу, которую хотел бы подарить жене на Рождество. Сначала вроде все шло по плану, но через несколько дней брокер оказался в минусе, а потом — в еще большем минусе. Все это время он грезил шубой. Так и прогорел. К моменту прощания с конторой он зажег этой идеей еще пару коллег. Те тоже попробовали и тоже прогорели. После этого к теме шубы больше никто не возвращался.

Если вы *не* научитесь думать о своих деньгах в процентном отношении, то неизбежно начнете думать «в шубах», что очень мешает вам принимать рациональные решения.

Кстати, когда вы кладете деньги на депозит в банк, то думаете в процентах. Если же дело касается инвестиций, все почему-то думают в абсолютных рублях, а не в процентах. Как ни странно, даже выкупая облигацию, многие думают в абсолютных значениях, хотя они платят инвесторам процентный доход. А уж когда речь идет об акциях и валютах, перебороть себя крайне сложно.

Это очень важный момент для вашего комфорта. *Думайте в процентах!* Для примера расскажем одну поучительную историю про двоечника по математике, ставшего новым русским. Приходит он в магазин и за прилавком видит своего одноклассника. «Колька, да ты ли это?!» — удивился тот. «Ну, я», — отвечает ему барин. «Как же ты так разбогател?» «Да просто. Покупаю нефть за доллар, продаю за два. Вот на эти два процента я и живу».

Не хотелось бы, чтобы вы быстро проскочили этот параграф, потому что измерение результатов — очень важная тема, которая будет во многом определять ваше поведение на рынке, общее настроение и ваши шансы на успех.

Обратите внимание на простой пример, которым мы хотим проиллюстрировать важность этого параграфа. Если вы вложили \$100 и рынок упал на 50%, то, чтобы вы получили свои \$50 долларов обратно, рынок должен подняться на 100%. А это не просто вдвойне сложно. Это очень и очень сложно.

Именно с учетом таких полулогических, полупсихологических выкладок так важно осмысленно подходить к теме измерения результатов инвестиций.

Показатели результатов — о стиле инвестирования

На самом деле показателей можно придумать много. Кроме абсолютных и относительных существуют, например, такие, как соотношение количества прибыльных и убыточных сделок, соотношение объемов суммарной прибыли на прибыльных сделках и убытков — на убыточных.

Эти показатели важны для всех инвесторов, поскольку, даже если в конце концов вы получили значительный доход, но в процессе торговли был момент, когда вы потеряли почти все деньги, то ваш метод нельзя считать надежным и на него невозможно полагаться в будущем.

Напомним ранее упоминавшуюся поговорку, относящуюся к важности стоп-аутов: «Начинающие трейдеры прогорают, поскольку вовремя не уменьшают позицию, а опытные — поскольку раньше времени ее закрывают». Применительно к данному случаю это значит, что количество выигрышных сделок может превышать число убыточных, но если на последних трейдер

потеряет больше, его деятельность будет нерентабельной. Кроме того, очень часто встречается «смерть от маленьких порезов» (так называлась древнекитайская пытка), когда трейдер зарабатывает на нескольких крупных сделках и теряет на большом количестве мелких. Такое часто происходит при неумелом использовании диверсификации.

Интересный момент для инвесторов — отслеживание своих результатов путем ведения графиков (рис. 15.2 а–г). Они требуют особых комментариев. Есть несколько типов графиков, отражающих разные стили ведения позиций.

1. «Ступени» — отдельные выигрышные сделки, характерные для инсайдеров и инвесторов, умеющих находить правильные инвестиционные идеи.

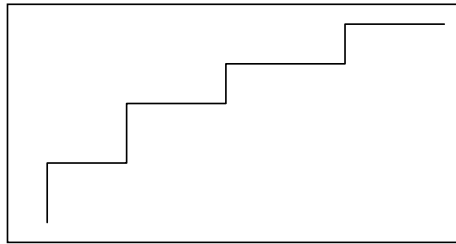


Рис. 15.2а. **Ступенчатое поведение графика результатов**

2. «Поднятие на холм» — постепенный повышательный тренд, характерный для маловолатильного стиля торговли опытных трейдеров и диверсифицированных портфелей.

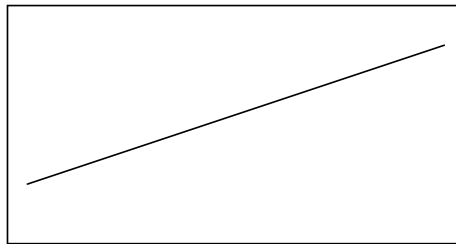


Рис. 15.2б. **Растущий график результатов**

3. «Крутой холм — пологий спуск». График характерен для цикла «мелкие потери — большой выигрыш — мелкие потери — большой выигрыш». Он возникает, например, у трейдеров, торгующих длинными захеджиро-

ванными, в т.ч. опционными, позициями. Они теряют понемногу на хедже и зарабатывают одновременно на основной позиции. Если в целом вы правы насчет динамики, но не угадываете момент входа, у вас тоже будет похожий график. Он также описывает поведение недиверсифицированных портфелей.

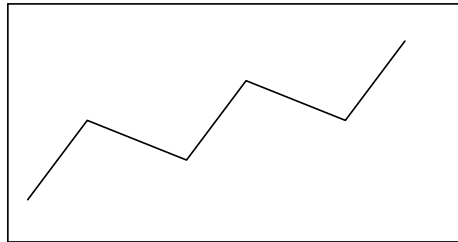


Рис. 15.2в. **График результатов недиверсифицированных портфелей**

4. «Обрывистый». Он представляет собой противоположность предыдущему и отражает медленный набор прибыли и резкие убытки. Такой график очень характерен для трейдеров, продающих опционы: они медленно получают доход от амортизации премии и много теряют, когда рынок движется против них. Если вы инвестируете в облигации с низким кредитным рейтингом, то получаете большой купонный доход и периодически теряете крупные суммы на дефолтах.

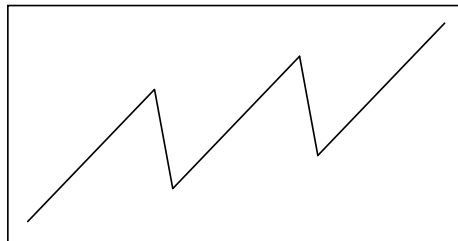


Рис. 15.2г. **График результатов рискованной торговли**

Если график ваших результатов не описывается вышеприведенными, следует подумать, насколько системными являются ваши результаты, и, возможно, ужесточить дисциплину торговли. Но в целом это нужно делать на этапе, когда вы уже приобрели опыт. Без него ваш стиль не оформится.

Но чтобы дожить до момента, когда у вас появится опыт, вы должны следовать одному простому правилу: *инвестировать только в лучшие идеи и только половину объема от тех средств, которые вам очень хочется инвестировать.*

Подготовка к торговле новым активом, инструментом или с новым контрагентом

Одним из интересных феноменов торговли является то, что, даже если вы хорошо и долго готовились к торговле данным активом, в момент ее начала или через некоторое время вы обнаружите массу неучтенных, но жизненно необходимых фактов. О них вам расскажут те же люди, с которыми вы советовались ранее, или вы обнаружите их на страницах книг, которые вы прежде изучали, но не обратили внимания на какие-то детали.

Без таких ошибок не обойтись. Единственное, чего можно избежать, так это недоработок в процессе подготовки. Поэтому наша первая рекомендация читателю: ознакомиться с терминологией нового рынка и ваших новых брокеров до того, как вы начнете вести через них операции. Ниже мы остановимся на процессе подготовки к торговле с точки зрения понимания базовых элементов избранного вами инструмента.

Во-первых, вы должны изучить масштаб цен. В акциях это просто: одна единица равна... одной единице. Но если вы торгуете фьючерсами, вам необходимо узнать минимальный шаг торговли. В одних контрактах он составит \$100, а в других превысит \$300. При торговле любым инструментом — ситуация аналогичная.

Во-вторых, вам необходимо изучить объем средств, который требуется для маржирования (предоставления кредитного плеча). На биржах каждый клиент получает стандартный ответ. Однако, если вы работаете через брокера, возможны различные варианты ответов, особенно при торговле опционами и другими производными инструментами.

Одни брокеры будут учитывать вашу опционную позицию против позиции в базовом активе, а другие — нет. Одни будут объяснять свой алгоритм, а другие скажут магическое слово VAR и не смогут объяснить, что оно означает. В результате у вас может возникнуть много проблем при выяснении, казалось бы, простых вопросов.

В-третьих, элементом, как раз относящимся к маржированию, является возможность фондирования и займа ценных бумаг. Разные брокеры на разные периоды и на разные активы предоставляют разные услуги в этой области. Особенно в ситуациях, когда вы намереваетесь занимать короткую позицию, вам нужно проверить, сколько вам будет стоить занять акцию и на какой срок это возможно, какую часть портфеля профинансируют и т. д.

В-четвертых, многие инструменты торгуются на нескольких площадках/рынках. Если даже вы не собираетесь использовать эту возможность торговли, вам следует знать эти рынки. На других площадках может быть важный поток заказов, который будет влиять на поведение цен на вашем. Так, например, при торговле российскими акциями полезно знать действия западных инвесторов. Последние торгуют АДРами на акции, а не самими акциями. Нужно знать, сколько акций приходится на АДР, чтобы реагировать на изменение спреда между акциями и АДРами.

В-пятых, нужно представлять себе характер рынка. Первоначальную информацию вы увидите на графиках цен. Они укажут вам циклы, текущую динамику, потенциальные технические уровни. Например, известно, что в период между ноябрем и январем индекс Доу-Джонса падает менее чем в 30% случаев, зато в мае, июне и сентябре он, вероятнее всего, будет падать гораздо чаще. Уже имея подобную информацию, вы сможете прицельно задавать вопросы о причинах тех или иных событий.

Затем вам следует ознакомиться с фундаментальными факторами и с ликвидностью. Вы узнаете о минимальных, максимальных и средних объемах торговли; ликвидности в разное время суток; реакции ликвидности и спредов на неожиданные события и т. д., т. е. о факторах, которые будут воздействовать на торговлю.

Вопрос характера рынка может оказаться еще менее тривиальным ввиду кажущейся схожести управления разными инструментами. Например, развивающиеся рынки больше напоминают фьючерсные, чем развитые. Цены на фьючерсных рынках зачастую значительно отклоняются от прогнозов, получаемых с помощью фундаментального анализа, поскольку фактор ликвидности зачастую более важен, чем фундаментальные факторы. Кроме того, на этих рынках гораздо больше удельный вес неожиданной критической информации.

Кажущуюся схожесть можно отследить и на других инструментах. Например, рынок доллар/рубль, несомненно, является валютным. А вот ценообразование форвардов на доллар/рубль больше напоминает ценообразование на сырьевых рынках... Это происходит из-за того, что рынок форвардов, как ему и следует, отражает ставки финансирования.

Но значительный объем российского долга покупают нерезиденты. Им финансирование достается дешевле, чем русским инвесторам. Получается, что когда идет приток средств из-за рубежа, ставки форвардов «сплюсциваются» и становятся ниже, чем реальная стоимость финансирования внутри России.

Поговорки и их значение

Теперь, после того как мы много говорили о конкретных рынках и инвестиционном мышлении, некоторые аспекты инвестиционной психологии станут вам ближе. В этом параграфе мы попробуем увязать их еще теснее, потому что в конечном итоге вы не будете ежедневно заниматься глубоким финансовым анализом, а вот о своих инвестициях вам придется думать постоянно. И чем комфортнее вам будет, тем приятнее пойдет инвестиционный процесс.

Ошибки

Навыки и наблюдения часто удачно передаются поговорками. Помните уже упоминавшееся замечание: «Кладбище забито трейдерами, последними словами, которых были: “Я такого раньше не видел”»? Она привлекает внимание

к простой истине: если вам все говорят, будто что-то происходило всегда и поэтому произойдет снова, не верьте! Империи рушатся, цены на нефть поднимаются до неслыханных уровней, доллар превращается в бумагу. Все когда-то заканчивается и все когда-то начинается. Будьте осторожны.

Но одно дело — быть готовым к неожиданностям, а другое — быстро учиться на своем и чужом опыте. Об этом гласит близкое по смыслу первой идее замечание: «Есть инвесторы с пятилетним опытом, и есть инвесторы, которые получили годовой опыт пять раз». Никогда не смейтесь над ошибками других и не относитесь снисходительно к своим. Как говаривал Ф. Ницше, «то, что нас не убивает, делает нас сильнее». Он имел в виду, что некоторые сложные ситуации вроде нас не убивают, но и сильнее нас делают, только если мы выносим урок из своих ошибок.

Раз уж мы об этом заговорили, пожалуйста, учтите вывод из ошибок новичков: «Начинающие трейдеры прогорают, поскольку вовремя не уменьшают позицию, а опытные — поскольку раньше времени ее закрывают».

Но повторения ошибок не так просто избежать. Американцы с давних времен говорят, что «рынком правят жадность и страх». К сожалению, если вы увлечетесь какой-то идеей, то будете сражаться со своей жадностью, потому что она станет причиной ваших ошибок, заставляя вас брать на себя больший риск, чем вам это комфортно. Если же вами или рынком овладеет страх, то ваши действия и подавно перестанут быть рациональными, и все потому, что мышцы живота будут нервно сжиматься и отвлекать вас от мыслей о том, как хорошо сейчас было бы поваляться на песке где-то на островах.

Когда приходится делать что-то неприятное, всегда лучше перенастраиваться на позитивный лад. Идешь после работы со станции на дачу два километра по жаре и в пыли и при этом думаешь, что ходить полезно или что вокруг чудесная природа. Часто это происходит машинально, но если не получается, то полезно «пересчитать свои благословения» и настроить себя на позитивный лад: оттого, что вы продлите плохое настроение, хуже будет только вам.

Поэтому, как бы рынок вас ни бил, помните график динамики эмоциональной реакции, о котором мы говорили, и повторяйте: «Сегодня я об этом думать не буду» и «Завтра настанет новый день».

Следующий простой принцип, который поможет избежать ошибок трейдерам, но опасен для инвесторов: «*чем краткосрочнее, тем надежнее*». Повторим еще раз, что долгосрочные прогнозы для большинства инвесторов являются вредными. Помните внезапный развал СССР или резкое падение рынков, которое происходит хотя бы раз в году? Все это, как метеоритный дождь, бомбардирует наш привычный образ жизни. Поскольку в ней постоянно происходят непредвиденные изменения, проще планировать на ближайшие периоды.

Кроме того, в пользу краткосрочных планов говорит опыт, который свидетельствует, что излишне долгое размышление на любую тему не ис-

ключит ошибки, а чем отдаленнее прогноз, тем более вероятно, что он неточный. Просто нужно начинать с того, что понятно сегодня, и быть готовым, что долгосрочные процессы все равно придется настраивать по мере появления новых обстоятельств.

Что делать после того, как ошибок избежать не удалось?

Старый секрет благоденствия в Израиле кроется в ответе на вопрос «Как получить в Израиле миллион долларов?» — «Приехать с двумя». Если вы пришли на рынок с деньгами, а вышли с впечатлениями, то после первого опыта на рынке, как и все неудачники, будете чувствовать себя как джигит, которого на сцене Большого театра заставили танцевать лезгинку под музыку к танцу маленьких лебедей.

И в этот момент вам пригодится рекомендация, приписываемая адмиралу Колчаку: «Если нечто кажется вам очень страшным, идите ему навстречу. И тогда это становится менее страшным». Иначе говоря, если вы верите, что рынок на грани новой тенденции, то должны «закрывать глаза и дрожащими губами» отдать брокеру приказ о построении позиции в направлении нового тренда.

Почему такой драматизм? Потому что в момент прорыва рынок, как правило, находится на уровне цен, которых вы давно не видели, причины произошедшего пока непонятны, все вокруг еще надеются на возврат к старому, а уровень стоп-аута далеко... Вы — один против большинства и против своих сомнений... Такое решение изматывает и оставляет чувство полного насилия над собой... Зато потом, имея часть позиции по выгодной цене, вы можете ее увеличивать с меньшим страхом, даже если опасения о ложности прорыва остаются. Иначе говоря, первоначальное насилие над собой делает более легкими дальнейшие решения. Поэтому не бойтесь паниковать... в правильный момент!

Умение «оставаться в игре» — это первая ступень мастерства трейдера. Часто только по прошествии многих лет люди переходят к следующей стадии — способности стабильно зарабатывать. Кстати, если вы видите, что диапазон колебаний ваших результатов от прибылей к потерям очень широк, — это первый признак того, что вам надо срезать размер позиции! Почему? «Чтобы выиграть, нужно рисковать; но, чтобы рисковать, нужно иметь деньги».

Но вот наконец вы впервые заработали — и тут же попали в область влияния жадности. Чтобы ее перебороть, напоминайте себе, что *«деревья не растут до небес»*. Это старинная уолл-стритовская поговорка! Нечто вроде «знай меру», заработал — часть прибыли отфиксируй. Ведь «никто не уходит в банкротство из-за того, что фиксирует прибыль».

Заканчивая разговор о дисциплине и жадности, стоит вспомнить два высказывания. *Первое* — известного американского журналиста 30-х гг.: «Купив акцию, я продаю ее, если цена идет вверх, но если цена идет вниз, я ее тоже продаю!» Иными словами, «не влюбляйтесь» в свои идеи и позиции.

Второе — очень популярное среди биржевиков: «“Быки” — зарабатывают, “медведи” — зарабатывают, а свиньи попадают на бойню!» «Быки» на сленге Уолл-стрит — это те, кто играют на повышение. «Медведи» — те, кто играют на понижение. Все остальные подпадают под третью категорию. Те, кто придерживаются последовательной стратегии, в конце концов имеют высокие шансы заработать, а непоследовательные проигрывают все!

В заключение отметим, что рынок всегда оказывается хитрее самых мудрых из инвесторов. Здесь нельзя не вспомнить классику биржевиков: «Те из нас, кому повезло, родились умными, а те, кто были умными, предпочли бы родиться счастливыми!»

Торговый стиль

Мы уже рекомендовали не думать о чужих стилях свысока. Помните, что неважно, насколько кто-то, по вашему мнению, глуп или умен, важно, что он зарабатывает!

«Я обычно “в шортах” по самые кто-есть-кто», — сказал про себя знаменитый американский инвестор Станхардт. Иначе говоря, он избрал своим стилем идти против рынка в моменты, когда тот излишне реагирует на какое-то событие. Когда-то на Уолл-стрит про такой стиль говорили: «Покупай соломенные шляпы зимой».

Это очень непростой стиль, особенно для начинающих. Легче находиться на рынке с лозунгом «Тренд — мой друг». Если же вам все-таки импонирует гордое одиночество тех, кто идет против толпы, испытайте свои силы на промежуточном приеме. «Покупай на слухах — продавай на фактах» — такая рекомендация, возникшая в конце XIX в., не потеряла своей актуальности для этого стиля торговли. Тогда с информацией было еще более сложно, чем сейчас, но и слухов ходило меньше. Поэтому отгадать, когда они перестанут влиять на рынок или в какой степени цены на нем отражают только что появившуюся информацию, — дело очень непростое. Однако легче время от времени пытаться действовать на опережение, чем быть по самые «кто-есть-кто» в этом стиле.

Однако как же быть с советом «Покупай низко — продавай высоко»? Он ведь тоже означает, что нужно покупать, когда все продают? На этот вопрос можно ответить по-русски: «Действовать по обстоятельствам» или по-американски: «Зависит от ситуации». Ведь, с одной стороны, «не лови падающий нож», а с другой — «не ударишься, падая из подвального окна». Эти советы противоречат друг другу: вроде покупать нужно, когда дешево, но дешево часто бывает из-за реальных причин, а не просто из-за излишней реакции рынка на неожиданную новость. Однако часто перепроданный актив все же так близок к минимальной цене, что, кажется, много не потеряешь.

Как управлять позициями

Пользуйтесь техническим анализом. Это очень простой метод прогнозирования рынков, основанный на истории поведения цен.

«Чтобы быть хорошим трейдером, вы должны великолепно знать историю цен», — рекомендует Пол Тюдор Джонс, один из легендарных трейдеров. Очень часто теханализ предрекает или конец тенденции, или «технический прорыв».

Именно в простоте его ценность. Прежде чем вы что-то купите или продадите, посмотрите на график цен. Иногда он подскажет, что акция находится в сильном тренде. Тогда вы, может быть, вспомните лозунг «Тренд — твой друг» и продадите не всю позицию, а только ее часть.

Какую часть? «*Когда сомневаешься, ополовинься*» — такой же древний совет американских трейдеров.

Но, как мы не раз говорили, если вы выберете активное управление своим портфелем, в конечном итоге ваш успех будет зависеть от того, насколько хорошо вы знаете себя.

На этот счет есть французская поговорка, которая гласит: «Обмануть можно себя, но не рынок!», или «*Различай, когда обманываешь себя!*» Если в других областях люди могут выдавать желаемое за действительное, то в трейдинге рынок является верховным судьей. Причем возмездие часто наступает немедленно. Поэтому, например, очень важно быть уверенным, что комментарии рынка, заложенные в основы ваших позиций, «психологически комфортны».

Наконец, если вы вместе со всем рынком ожидаете рост, а приходит сигнал, что вместо этого будет падение, вспомните закон «*Хорошо паникует тот, кто паникует первым*». Иначе говоря, продавайте то, что у вас было, и идите в шорт даже по неблагоприятным ценам, поскольку, скорее всего, вы сможете купить еще дешевле и заработать.

Брокеры

Какой бы стиль торговли вы ни избрали, стоит помнить, что вам придется нести расходы на сделки, но все же большую их часть составляют затраты на брокеров. Инвесторы очень рискуют, чтобы заработать, а брокеры получают стабильный поток комиссионных. На Уолл-стрит на эту тему рассказывают классическую историю, когда брокер пригласил инвестора к себе в яхт-клуб. Проходя по причалу, он рассказывал гостю, кому принадлежат пришвартованные яхты. Оказалось, что все их владельцы — брокеры! «А где же яхты клиентов?» — озадаченно спросил инвестор.

С тех пор расценки брокеров резко упали, но количество сделок выросло, поэтому, когда вы увидите свои брокерские счета, помните, что вы — не первый, кто оценил, что скучный бизнес брокеров приносит завидно стабильную копеечку, в то время как вы не спите в болтанке рынка, зарабатывая свою.

На чудо рассчитывай, но верблюда привязывай

Известный инвестор Максэй писал, что инвестор должен быть готов к тому, что периодически мир сходит с ума. Газеты пестрят броскими заголовками, предрекающими или конец света, или крах рынка акций США, или вымирание российского населения... В связи с этим напомним вам советский анекдот. Устроили советские и американские парашютисты соревнование. Первыми кренделя в воздухе долго выдeldывали американцы. И так здорово у них получалось, что советские спортсмены решили, что без экстравагантного трюка им не выиграть. А тут как раз какой-то пьяный колхозник, петляя, пробирается мимо ангара.

Они к нему: «Василич, выручай! Прыгнешь — корову подарим! Прыгать нестрашно: за кольцо дернешь после того, как у первого номера парашют откроется, а мы тебя на земле уже ждать будем с коровушкой».

Так и порешили. Первый номер свой парашют открыл и думает: «А как там Василич-то?» И тут как раз мимо него какой-то предмет вниз летит с криком: «Во гады... с парашютом уже обманули, посмотрим, дадут ли корову!»

Если внимательно проанализировать и эту, и другие истории, то можно прийти к выводу: как правило, предсказания не сбываются — мир предпочитает эволюцию, а не революцию; рынки больше 70% времени колеблются в устойчивых интервалах и только в оставшийся период движутся в направлении тенденций. Иначе говоря, никаких неординарных событий на нем не происходит.

Почему же так хочется верить в чудо? В данном случае нас одолевает жадность: если рынок прорвет, правильная позиция заработает очень много! Но, как правило, то же самое испытывают все участники рынка. Отсюда вывод: как ни хочется верить в невозможное, тысячи таких, как вы, видят и знают то же самое, и, скорее всего, уже заняли свои позиции, т. е. новые покупатели/продавцы не появятся. А это значит, что чудо не свершится!

В невероятное, конечно, верят многие. Например, один провидец получил от умершего деда генетическое послание о том, где зарыт клад. Информация ни с того ни с сего всплыла у него в памяти. Единственное, нечетко был написан адрес, поэтому деньги и драгоценности так и остались во сне. Если вы тоже получаете сообщения свыше, то лучше не придавайте им значения. Проще все-таки слушать брокеров!

Поклонитесь фактору Времени

Помните высказывание профессора Р. Дорнбуша, что, дескать, прогнозы не сбываются, потому что между моментом их оглашения и будущей прогнозируемой точкой происходит много неожиданных событий? Время, стало быть, как заправский карточный дилер, неожиданно вбрасывает в

игру плохие и хорошие карты. Это — первая функция времени в жизни инвестора.

Вторая функция — лекаря, потому что время позволяет тем, кто в неудачный момент сделал в целом правильную инвестицию, в конце концов на ней заработать. Для этого нужно дождаться момента, когда рынок восстановится. Об этом мы говорили неоднократно.

Третья функция времени — это роль циничного критика. Предположим, вы сделали рисковую инвестицию, которая в тот момент полностью отражала настрой рынка, но, как оказалось, была частью краткосрочной тенденции (по теории Доу). Цена пошла против вас. Вы решаете выждать, пока время не исполнит свою функцию лекаря, а оно вместо этого сидит у себя в кабинете и думает, годится ли ваша идея для его новых задумок.

После падения технологических акций в 2001 г. многие из тогдашних абсолютных «голубых фишек» в 2008 г. так и не достигли уровня котировок, с которого они начали падать и который составлял 20% от пиковых значений.

А ведь мы говорим о крупнейших компаниях! В чем разница между функцией лекаря и циника? Во многих факторах. Самый простой — P/E: если компания торгуется по цене 30–50 раз ее прибыли, это значит, что ожидается ее огромный рост. В будущем, в какой-то момент этот рост рынок начнет постепенно снижать премию, осознавая, что не может продолжаться вечно. Иначе говоря, в обычной ситуации произойдет незаметная трансформация от высокой премии к средней.

Но если на рынках акций случится кризис, то такой плавной динамики не будет. К моменту выхода из него темпы роста компании замедлятся и поэтому, когда ее цена восстановится до значений P/E, близких к среднерыночным, этот уровень может быть в два-три раза меньше того, что вы заплатили, хотя и в два-три раза больше (!) его нижнего значения в момент кризиса.

Именно функция циничного критика в исполнении Времени в конечном итоге так страшит инвесторов.

Первые шаги

Однажды вы в первый раз «войдете в рынок». Будет немного не по себе и страшновато. Но вы не первый и не последний — все привыкают. Более того, в целом те, кто не паникует из-за убытков, в конце концов зарабатывают. Убытки же, понесенные вначале, проще всего объяснить себе тем, что без них не научишься получать прибыль. Они — словно входной билет.

На более поздней стадии напоминайте себе, что, если бы вы не вложили в несколько активов, то, не потеряв на одних, не заработали бы и на других! Это ведь правда, что, если вы вложите в три акции и две из них хорошо вырастут, а одна упадет, вы будете переживать именно из-за этой одной. А если вы согласитесь с предложенным объяснением ситуации, то меньше будете себя пилить и получать больше удовольствия.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Эта книга содержит много критических замечаний о разных аспектах финансовых рынков, но она не должна охладить ваш интерес к инвестициям. Теперь вы знаете и о кризисах, и об инструментах, и об основных принципах, которые господствуют в царстве Рынка. Мы надеемся, что благодаря всем этим знаниям финансовые рынки лишились в ваших глазах ореола страха, а вы упростили и разложили для себя по полочкам многие сложные понятия и явления.

В заключение мы предлагаем вам несколько простых идей, которые, на наш взгляд, нужны как профессионалам, так и новичкам.

Во-первых, профессионалы владеют данными, но рынком движет информация, которая отличается от данных тем, что она менее точна и содержит большой эмоциональный компонент. Информация — это результат переработки рынком данных. Предсказать, когда он ее переработает, очень сложно. Поэтому у частного инвестора, который не владеет данными, есть гораздо больше шансов заработать, чем думают начинающие. Повторим еще раз: обладание данными не гарантирует хороший результат.

Основная разница между профессионалами и новичками на рынке, на наш взгляд, — не во владении информацией, которой все боятся, а в обращении с деньгами. Вам со своим стилем торговли должно быть на рынке комфортно, а для этого нужно всегда занижать объем вложений. Поэтому руководствуйтесь простыми принципами, например такими: лучше недозаработать, чем потерять; никогда не вкладывать в одну идею значительную часть своих средств; входить в рынок и выходить из него постепенно, а не сразу.

Особенно важно правильно управлять своими ожиданиями. Помните историю про шубу: как только вы ставите себе какую-то фиксированную цель, то тем самым обрекаете себя на мучения. Если вы в бизнесе — у вас нет выбора. Но частные инвесторы живут совсем по другим законам. Это очень важно понимать тем, кто читает книги, написанные для профессиональных участников рынка. Основная разница в том, что им платят

бонусы за какой-то период времени, вас же волнует конечный результат. Вы и они — это как две разные планеты! В случае падения профессионалы должны немедленно уходить из портфеля, а вы можете держать его, пока цена не вернется. Если они не будут быстро двигаться, то не заработают бонус, но вам совершенно не нужно следовать такой модели поведения, потому что вы должны просто выйти в плюс.

Потому в целом, если вы не инвестируете в высокорисковые активы или в модные идеи, то в конце концов должны по крайней мере не потерять деньги. Если же вы будете ставить себе конкретные цели, это вынудит вас вести себя так, как ведут профессионалы, не имея при этом необходимых навыков.

В любом случае у вас нет иного выхода, кроме как рассматривать инвестиции в качестве способа сохранить свои сбережения. Может быть, прочитав некоторые части этой книги, вы сделаете вывод, что «рожденный ползать летать не может» и полностью откажетесь от идеи инвестировать или решите с ней повременить. Это очень ироничная ситуация, причем по двум причинам... Во-первых, Горький сочинил такую фразу, чтобы показать неспособность людей подниматься до новых целей. Иными словами, она как бы должна стимулировать вас «летать». Во-вторых, эта крылатая фраза не совсем точна с точки зрения биологии: все бабочки появляются из гусениц... Получается, что именно рожденные ползать и умеют летать!

«История — это процесс исправления ошибок», — сказал однажды Дж. Сорос. Во многом это будет относиться и к вашей инвестиционной деятельности. Наша книга как раз и призвана предупредить вас о наиболее часто встречающихся ошибках. Правда, мы не ждем, что вы их избежите. Мы ждем, что эта книга поможет вам быстро распознать свои ошибки, когда вы их совершите, а значит, вам не придется делать их дважды.

Если вам удастся достичь хороших результатов в инвестициях, впрочем, как и многим на этой планете, то вы будете напоминать себе о секрете жизненного успеха одной знакомой пары. Влюбленные отправились на край света, в дикие места, к неизвестным народам, где их ждали нестерпимый холод и карающая жара. Но они не боялись трудностей, ибо взяли с собой две самые главные вещи: огромную любовь друг к другу и кошелек.

Конечно, дороги в финансовый рай у всех разные. Поэтому даже самый необычный путь может стать вашим кредо. Так, например, случилось в одной известной истории. Преставились, понимаете, одновременно раввин и водитель автобуса.

На удивление, раввин попал в ад, а водитель автобуса — в рай. Раввин, прознав об этой несправедливости, попросился на прием к Господу. Увидев Бога, он обиженно произнес: «Боже, ну как же это так? Я — в аду, а водитель — в раю?! Я всю жизнь был праведником, молился сам, молилась вся

семья, я произносил такие проникновенные проповеди...» «Стоп! — прервал его Бог. — В твоих проповедях и кроется твоя проблема! Когда ты их произносил, вся паства засыпала. Так вот, когда водитель вел автобус... все!!! молились!»

Так что повесьте над кроватью плакат «Отец-рынок зовет!» и бегом к брокерам... только не бегите впереди паровоза!

ЛИТЕРАТУРА

Воронин А. Не дождетесь! // Ведомости, 2008 г., 22 февраля.

Воронин А. Как таяли пай // Ведомости, 2008 г., 8 февраля.

Barclays Capital, Goldfish, Global Speculations, *Global Asset Allocation Strategy*, 19 April 2007.

Barclays Capital, Accumulating Problems, Global Speculations, *Global Asset Allocation Strategy*, 16 October 2007.

Barclays Capital, Bleak Futures, Global Speculations, *Global Asset Allocation Strategy*, 19 December 2007.

Baskin J.B. and Miranti P.J. *A History of Corporate Finance*. Cambridge pbk, 1999.

Chancellor E. *Devil Take the Hindmost — A History of Financial Speculation*. Farrar Straus Giroux, 1999.

CitiFX Techamentals Update, 22 August 2007.

Citi Global EM Trading Strategy, EM Global Cross Country Monitor Special Edition: Our outlook in 2008, 17 December 2007.

Citi Fixed Income Strategy and Analysis, 2008 US Rate Outlook, 14 December 2007.

Credit Suisse, China: Can China Save the World... Amid The Sharp US Downturn? 29 November 2007.

Credit Suisse, Market Focus, 20 December 2007.

Deutsche Bank, Effects of the Credit Crunch, *Global Economic Perspective*, 10 September 2007.

Deutsche Bank, US Housing Outlook for 2008, *Global Economic Perspective*, 7 January 2008.

Goldman Sachs. 2008: The Year of “Recoupling”? November 28, 2007.

J.P. Morgan Securities Ltd. To Soon Too Turn Bullish, Nov. 30 2007.

Lowe J. Value Investing Made Easy McGraw-Hill 1996.

Kindleberger C.P. Manias, Panics, and Crashes — A History of Financial Crises, 3rd ed Wiley pbk, 2002.

Morgan Stanley. A Scare in the Making, European Strategy, 16 July 2007.

Nelson S.A. ABC of Stock Speculation — Frazer Publishing Company 1984. <http://www.rgemonitor.com/AsiaHomepage.html>

Reinhart C.M., Rogoff K.S. Is Us Subprime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison, Harvard University and NBER, 8 January 2008.

Shea G.S. Understanding Financial Derivatives During the South Sea Bubble: the Case of the South Sea subscription shares? — University of St. Andrews, December 2005.

Sylla R. Financial Disturbances and Depressions: The View from Economic History, New York University — Department of Economics, The Jerome Levy Economics Institute / Working Paper No. 47, April 1991 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173756
<http://pages.stern.nyu.edu/~rsylla/>
<http://pages.stern.nyu.edu/~rsylla/spreadsheets2.xls>
<http://pages.stern.nyu.edu/~rsylla/spreadsheets3.xls>

Thompson E.A., Treussard J. “The Tulipmania: Fact or Artifact?”, UCLA, 2002.

ПРЕДМЕТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ

Б

Баффетт, Уоррен 108, 255
Безрисковая ставка 116, 117
Биржи 209, 260
Бреттон-Вудское соглашение 224

В

Валютные курсы 79, 96, 97, 128, 129, 133, 134
Валютный рынок 116, 129, 132, 133, 224
Великая депрессия 211, 223, 239, 247, 248
Волатильность 110, 181
Всемирный банк 250

Г

Глобализация 82, 83
Грант, Улисс 220
Грэм, Бенджамин 108

Д

Демарк, Том 205
Денежный рынок 177, 223, 242
Дефолт 113, 116, 118, 119, 120, 121, 125, 227, 236, 237, 238, 239
Джонс, Пол Тюдор 265

Диапазон 253, 263
Диверсификация 258
Дивидендная доходность 107
Дивиденды 88, 107, 119, 251
Дорнбуш, Рудигер 79, 267
Доходность 40, 72, 80, 93, 108, 111, 113, 115, 120, 121, 122, 126, 131, 132, 220, 236

Е

Европейский центральный банк (ЕЦБ) 117, 244

И

Инвестиционное мышление 261
Индекс Доу-Джонса 80, 108, 221, 223, 224, 225, 227, 228, 240, 261

К

Казначейские обязательства США 118, 247
Кеннер, Лорел 80, 81, 91
Кредитное плечо 125, 221, 236, 260
Кредитный рейтинг 117, 127, 235, 236, 237, 238
Кредитный риск 113, 116, 117, 118, 119, 125, 234, 237

Кредитный спред заемщика 115, 116, 117
Кривая доходности 122

Л

Латинский монетарный союз 219
Левверидж 125, 126
Ликвидность 103, 118, 120, 122, 123,
127, 180, 181, 187, 202, 215,
216, 220, 221, 234, 235, 239,
241, 242, 243, 244, 245, 246,
247, 249, 261
Ликвидность рынка 180
Линч, Питер 103, 230, 255
ЛУКОЙЛ 102, 106, 206

М

Маржирование 260
Межбанковский рынок 247
Мерфи, Джон 201
МФВ 250

Н

Нидерхоффер, Виктор 80, 81, 91
Ницше, Фридрих 262
Ньютон, Исаак 62

О

Облигации 20, 40, 63, 78, 80,
104, 112, 113, 115, 116,
117, 118, 119, 120, 121, 122,
123, 125, 126, 127, 130,
132, 133, 134, 148, 215,
219, 220, 225, 226, 232,
233, 235, 236, 237, 238,
239, 240, 241, 243, 244,
245, 246, 247, 249, 251, 259, 261
Осцилляторы 203

П

Паевые фонды 103, 108, 180
Пастер, Луи 79

Пенсионные фонды 235, 251
Петтис, Майкл 219
Повышательная тенденция 205, 207
Портфельные инвесторы 121
Прорыв 205, 206, 207, 208, 263, 265
Процентные ставки 93, 94, 101, 103,
104, 115, 116, 122, 126, 130, 132,
133, 134, 148, 232, 234, 235, 239

Р

Разворот в форме блюда 201
РАО «ЕЭС» 206, 207
Реальные процентные ставки 115
Рейган, Рональд 224
Ротшильд, Лионел 82, 215
Рынок акций 73, 78, 91, 92, 93, 94,
96, 98, 109, 122, 123, 132,
180, 222, 225, 227, 230,
234, 240, 241, 242, 251,
254, 266
Рынок облигаций 122, 126, 132, 225,
226, 234, 240

С

Сбербанк 219
Секьюритизация 211, 215, 232, 235,
237, 238, 239, 240, 241
Силла, Ричард 248
Смит, Адам 110
Сорос, Джордж 82, 270
Спот 181
Струмилини, Станислав 76
Субпрайм 118, 212, 220, 236, 238,
239, 240, 241, 244, 247
Суверенный дефолт 119
Сырьевые рынки 261

Т

Теория Доу 28, 267
Теория эффективного рынка 80, 104,
108, 119, 126, 180
Технические уровни 261

Технический анализ 255, 265
Транш 237, 238
Тюльпаномания 209, 210, 214

Ф

Фама, Юджин 88
Форварды 120, 210, 261
Фридман, Милтон 250
ФРС, Федеральная резервная
система США 226
Фундаментальный анализ 261
Фьючерсы 209, 210, 224, 260

Х

Хедж-фонды 80, 227, 242

Ш

Шанхайская фондовая биржа 92, 106

А

ACA Capital Holdings 245
Ambac Financial Group 245

В

Barclays Capital 272
BKX, индекс 248
BNP Paribas 243

С

CDO 234, 237, 238, 239, 240, 241
China Investment Corp. 248
Citigroup 225, 248
Connie Lee 245

Д

Drexel Burnham Lambert 225, 232

F

Forbes 81

J

J.P. Morgan 228, 273

L

LIBOR 177
LTCM 227

M

MBIA 245
Mississippi Land Company 212
Morgan Stanley 99, 123, 124, 125,
248, 273

N

Northern Trust 243

P

Petrobras 106
PetroChina 106, 107
P/E, коэффициент 89, 90, 91, 92,
93, 98, 103, 105, 106, 109,
214, 267

S

Société Générale 214
Standard and Poors 117

V

V-разворот 201, 202, 203,
204, 205

X

XL Capital Assurance 245

Вайн Саймон

ОТЕЦ-РЫНОК ЗОВЕТ!
Пособие инвестора-циника

Технический редактор *Н. Лисицына*
Корректор *Е. Чудинова*
Компьютерная верстка *М. Поташкин*
Дизайн обложки *Д. Рекин*

Подписано в печать 20.05.2008. Формат 70 × 100 ¹/₁₆.
Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.
Объем 17,5 печ. л. Тираж 3000 экз. Заказ №

Альпина Бизнес Букс
123060 Москва, а/я 28
Тел. (495) 980-53-54
www.alpina.ru
e-mail: info@alpina.ru