**Игорь АКСЕНОВ,**
вице–президент, специалист
по рыночным рискам, Barclays

# И повторится все как встарь

## ЦИКЛИЧНОСТЬ ПРОЦЕССОВ В ИНВЕСТИЦИОННОМ МИРЕ

Анализ современной деловой прессы любой страны покажет, что почти никогда комментаторы не могут объяснить причину сдвига цен на тех или иных рынках. Распространенные ссылки на экономическую статистику, действия правительств, финансовых властей или инвестиционного сообщества часто используются для объяснения противоположной динамики[1]. Логика подсказывает необходимость других объяснений происходящих событий.

В данной статье мы предлагаем учитывать цикличность процессов в инвестиционном мире. Разным инвесторам может быть интересна как краткосрочная, так и долгосрочная перспектива. Очевидно, что правильный выбор точки выхода на рынок может серьезно повлиять на сохранность и рост любых сбережений вне зависимости от срока вложения средств.

### ТРАДИЦИОНННЫЕ ВЗГЛЯДЫ

Существует немало подходов к управлению инвестиционным портфелем, по определению не похожих на все остальные из-за индивидуальной роли управляющего. Среди множества аналитических подходов можно выделить фундаментальные и технические системы анализа.

Первые фокусируются на детальном анализе активов и пассивов индивидуальных компаний, политике руководства, эффективности управления и прочих факторах. Такой подход напоминает кредитный анализ банков при выдаче средств заемщикам. Инвесторам предлагается вкладывать на долгосрочную перспективу и игнорировать резкие колебания цен в ожидании того момента, когда остальные участники рынка полностью оценят фундаментальные достоинства компании.

Вторые склонны игнорировать почти все фундаментальные подходы и фокусируются на анализе динамики рынка

[1] Например, рост безработицы может использоваться для объяснения как падения ставок (компании сокращают людей и инвестиции — спрос на деньги в экономике падает), так и их роста (компании сокращают людей — производительность повышается — ЦБ поднимает ставки, чтобы не допустить перегрева экономики).

ценных бумаг, где уже обращаются акции или облигации компании. Этот подход сосредоточен на рыночных рисках: изменение спроса и предложения на аналогичные ценные бумаги вполне логично влияет на их текущую стоимость. При этом динамика рынка ценных бумаг зачастую не отражает изменения в реальном положении дел компаний.

Очевидно, что второй подход не должен работать при отсутствии большого количества участников рынка — как инвесторов, так и заемщиков с эмитентами. Стоимость неликвидных ценных бумаг должна определяться прежде всего экономическими факторами, которыми оперируют фундаментальные аналитики. Отсутствие рынка должно просто увеличивать дисконт для всех участников рынка, но сохранять неизменной ценность бумаг относительно друг друга. Поэтому принято считать, что рынки развитых стран переоценивают ценные бумаги своих компаний, в то время как рынки развивающихся стран недооценивают их. Тем не менее, практически во всех таких случаях торговля ценными бумагами происходит с разным дисконтом, по ценам, не совпадающим с истинной ценностью компаний, как бы она ни определялась.

Такое несоответствие отмечается как на ликвидных, так и на неликвидных рынках. В каждом случае предлагаются свои трактовки, которые тем не менее не объясняют причину самого феномена.

## НОВЫЕ РЕШЕНИЯ?

С точки зрения инвесторов, любые аналитические подходы имеют опосредованное отношение к стоящей перед ними задаче — увеличению собственного капитала. В практическом смысле, если переоцененные акции растут, то есть перспектива их дальнейшего роста, стоит вкладывать в них и дальше. Если недооцененные акции падают, то стоит и дальше их продавать и при возможности играть на понижение — вне зависимости от предлагаемых объяснений. Практически всегда плыть против течения на рынке — занятие не только неблагодарное, но и разорительное.

Очевидно, что опытный инвестор должен пользоваться только теми подходами и теориями, которые дают большую вероятность прироста капитала, безжалостно отметая все остальное. И часто случается так, что

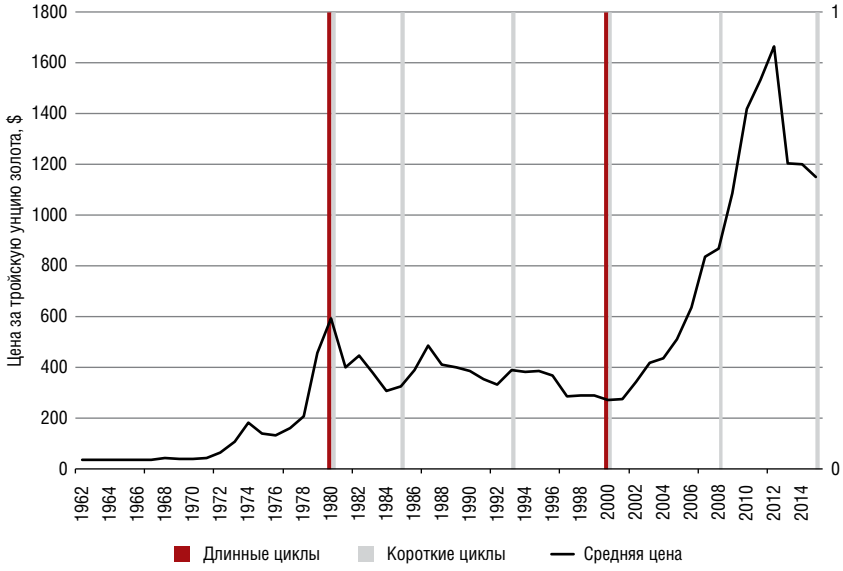



**Рисунок 1**
**Динамика цены унции золота с поправкой на инфляцию**

упомянутые технический и фундаментальный анализ не дают полной картины происходящего. Несмотря на самые детальные прогнозы, реальное положение дел компании и поведение ценных бумаг на рынке могут серьезно отличаться от прогнозируемых.

Возможно, расхождение в прогнозах объясняется цикличностью всей активности. В инвестиционном мире широко известен график динамики роста новой индустрии: движение от стадии идеи к появлению первопроходцев, принятию идеи сперва более узкими, а затем более широкими кругами потребителей, выход идеи на серьезный рынок, появление конкуренции, ее ужесточение, насыщение рынка с последовательным падением темпов роста и доходности. Нетрудно представить себе, что могут существовать циклы, двигающие интерес инвесторов — как к тем или иным компаниям, так и к отдельным секторам или странам.

Такое объяснение можно принять, если при разнообразных экономических, финансовых и политических обстоятельствах сохраняется похожая динамика цен. Рассмотрим некоторые инвестиционные продукты с точки зрения циклов.

## ЦИКЛЫ ЗОЛОТА

Концентрация золотого запаса мира в США и запрет на свободное обращение этого металла поддерживали номинальную цену на золото на практически неизменном уровне после 1934 г. Золото вплоть до 1971 г. также являлось основой мировой финансовой системы. Отмена фиксированного курса золота

ОТМЕНА ФИКСИРОВАННОГО КУРСА ЗОЛОТА ПРЕВРАТИЛА ЕГО В ТОВАР И ПРИВЕЛА К ЗНАЧИТЕЛЬНОМУ РОСТУ ЦЕНОВЫХ КОЛЕБАНИЙ

НЕСМОТРЯ НА ОЖИДАНИЯ ФИНАНСИСТОВ, АНАЛИЗ ЦИКЛОВ ГОВОРИТ О МАЛОЙ ВЕРОЯТНОСТИ РОСТА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК В 2015 Г.

превратила его в товар и привела к значительному росту ценовых колебаний.

На Рисунке 1 можно видеть движение от пика в 1980 г. до 2000–2001 гг., с предполагаемым ростом до 2019–2020 гг. Если следовать этой логике, то пик цен в 2011 г. и серьезный спад к настоящему времени — только поправка на пути к еще более высоким ценам. При детальном рассмотрении можно увидеть более короткие семи-восьмилетние циклы с дном в июне 1976 г., феврале 1985 г., марте 1993 г., апреле 2001 г. и октябре 2008 г. Предполагается, что новый восьмилетний цикл начнется от нижней точки, которая будет достигнута около 2015–2016 гг.

Для инвесторов это может означать дальнейшую стабилизацию или спад цен, покупку золота в 2016 г. и продажу после 2020 г. (с ожиданием следующего дна цикла к 2024 г.).

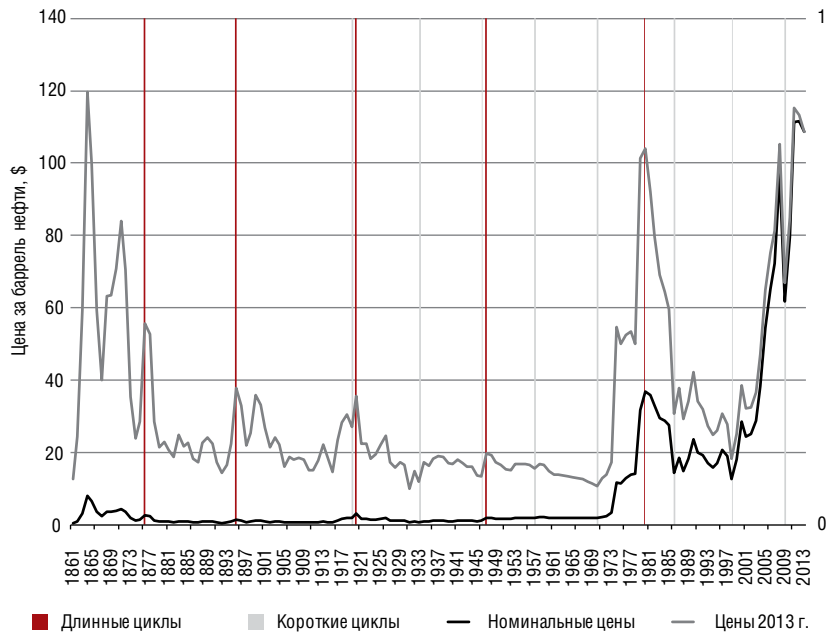
## ЦИКЛЫ НЕФТИ

Нефтяные цены всегда были предметом манипуляций. С середины XIX в. монополия компании Standard Oil и ее аналогов за пределами США априори предполагала нерыночные мотивы в формировании цен. Решение Англии перевести свой флот на нефтяное топливо в 1911 г. еще более усилило стремление удерживать нефтяные цены на низком уровне. Эмбарго ОПЕК в 1973 г. и 1980 г. просто изменило направление манипуляций вверх.

Справедливо считается, что в долгосрочной перспективе экономические факторы имеют решающее значение в том числе и для цены нефти. В частности, принято считать, что эмбарго ОПЕК в 1973 г. заставило страны-потребители снизить энергоемкость своих экономик. Также считается, что именно поэтому цены продолжили свой рост после 1973 г., но упали вскоре после 1980 г. Но вряд ли возможно перестроить мировую экономику на новый лад всего за семь лет. Несмотря на резкий экономический спад в западном мире после эмбарго 1973 г. и 1980 г. и похожую реакцию поставщиков нефти, цены вели себя по-разному.

Историческая динамика цен на нефть предполагает «большой» цикл продолжительностью 29–30 лет с пиками около 1920, 1950, 1980 и 2008 гг. и ожидаемым следующим пиком в 2038–2041 гг. Более короткие циклы нерегулярны: можно отметить 11–12-летний цикл с нижней точкой в июне 1973 г., июле 1986 г., декабре 1998 г., феврале 2009 г. Этот расчет предполагает следующую нижнюю точку цикла в районе 2020–2021 гг. Еще более короткие четырех-пятилетние циклы видны в 1986, 1990, 1994, 1999, 2002, 2009 гг. Можно предположить, что в 2015 г. мы наблюдаем нижнюю точку последнего пятилетнего цикла, за которой последует рост цен к 2016–2018 гг. с последующим спадом и ожидаемым началом следующего цикла в 2020–2021 гг.

**Рисунок 2**
**Динамика цены барреля нефти в номинальных ценах и с поправкой на инфляцию**




Источник: BP Statistical Review of World Energy, June 2014, BP plc, London, UK*

* Рисунок показывает среднюю цену по США в период с 1861 до 1944 г.; арабскую легкую нефть в терминале Рас Танура в период с 1945 до 1983 г.; цену Brent с 1984 г.

ИСТОРИЧЕСКАЯ ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЬ ПРЕДПОЛАГАЕТ «БОЛЬШОЙ» ЦИКЛ ПРОДОЛЖИТЕЛЬНОСТЬЮ 29–30 ЛЕТ С ПИКАМИ ОКОЛО 1920, 1950, 1980, И 2008 ГГ.

Цены на нефть достигли дна 29 января 2015 г. и упали чуть ниже этой отметки 18 марта, остановившись около $42 за баррель. Анализ малых циклов на 2015 г. говорит о вероятности поворота цен около 17 апреля и около 17 октября. Если цены преодолеют сопротивление в районе $55 за баррель (WTI), то есть вероятность, что мы увидим уровень по меньшей мере в $60–70 до конца года. Для инвесторов это может означать покупку нефти сейчас с ожиданием роста по меньшей мере на 3–10 месяцев.

## ЦИКЛЫ СТОИМОСТИ КРЕДИТА

Процентные ставки вплоть до последнего времени были независимы от политических предпочтений конкретных правительств. Несмотря на постоянно растущее влияние центральных банков, колебания в стоимости кредита во многом определяются длинными экономическими циклами, которые хорошо видны на исторических данных.

В случае США можно наблюдать длинные циклы с начала истории страны. Так, рост ставок с 1825 г. до 1861 г. (инфляция, 36 лет) сменился на спад до 1898 г. (дефляция, 37 лет), рост до 1920 г. (22 года), спад до 1946 г. (26 лет), рост до 1981 г. (36 лет) и спад до 2012 г. (31 год). Более короткие пяти-семилетние циклы видны с изменением тенденции в 1971, 1976, 1983, 1986, 1993, 1998, 2003, 2008 и 2012 (2015?) гг. В истории ставок LIBOR также видны восьмилетние циклы с нижней точкой в 1986, 1994, 2004, 2012 гг.

Несмотря на ожидания финансистов, анализ циклов говорит о малой вероятности роста процентных ставок в 2015 г. Возможно, мы увидим еще более низкий уровень процентных ставок в начале 2016 г., что увеличит длинный цикл до 35 лет (1981–2016 гг.) и почти сравняет его с предшествующим. Это означает, что новый длинный цикл должен начаться в самое ближайшее время после достижения этой точки.

Новый цикл будет постепенным возвратом к инфляции, хорошо знакомой миру с середины XX в. Для покупателей продуктов с фиксированным доходом это означает необходимость сокращения длинных позиций и переход к продуктам с более коротким сроком погашения или плавающей ставкой. Учитывая объемы средств, вложенных в такие типы продуктов, изменение позиций должно начаться за много месяцев до поворота цикла.

**Рисунок 3**
**Динамика доходности корпоративных облигаций США высочайшего рейтинга в 1919–2015 гг.**

## РЕКОМЕНДАЦИИ ДОЛГОСРОЧНЫМ ИНВЕСТОРАМ

Этот краткий разбор показывает необходимость учитывать цикличность процессов в инвестиционном мире и корректировать размещение своего капитала в зависимости от изменения ситуации. Тем не менее, часто можно наблюдать обратное. По данным Bank of America Merrill Lynch, весь последний год продолжается переток средств инвесторов из акций в высококачественные облигации в глобальном масштабе и сокращение инвестиций в продукты с плавающей процентной ставкой. Создается ощущение, что многие инвесторы покупают облигации в тот самый момент, когда логика цикла советует их продавать.

К сожалению, свобода действия многих инвесторов ограничена. Это происходит потому, что во всех крупных финансовых институтах (пенсионных фондах, инвестиционных компаниях, страховых компаниях) общие положения инвестиционной политики (Investment policy statement) утверждают советы директоров, а не управляющие. Обычно они состоят из ряда ограничений, по большей части искусственных, и являются реакцией на потери, понесенные в результате предыдущего финансового кризиса. Поэтому распределение средств между рискованными и стабильными активами очень часто диктуется совсем не рыночной конъюнктурой.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СРЕДСТВ МЕЖДУ РИСКОВАННЫМИ И СТАБИЛЬНЫМИ АКТИВАМИ ОЧЕНЬ ЧАСТО ДИКТУЕТСЯ СОВСЕМ НЕ РЫНОЧНОЙ КОНЪЮНКТУРОЙ