

«Есть два типа прогнозистов: те, кто не знает, и те, кто не знает, что они не знают».
Джон Кеннет Гэлбрейт

Чтобы побить рынок необходимо разбираться в чем-то лучше других. Приходится выбирать между микро (отрасли) и макро (рынки) анализом.

Частный инвестор не может одинаково хорошо разбираться во всех отраслях. Если перформанс индекса зависит от перформанса акций одной отрасли, то сложно разбираться в ней лучше, чем инсайдеры.

Конференции по инвестициям начинаются с дискуссий макроаналитиков, которые обсуждают будущую инфляцию, ключевую ставку, но будущего не знают. Поэтому инвесторы вынуждены работать с вероятностями. Saxobank публикует ежегодный прогноз маловероятных шокирующих событий не зря: на рынке всегда есть риски, которые неизвестны или недооцениваются.

Главный рынок – в США, поэтому начнем искать риски там.

Риск №1: в 2025 выяснится, что ФРС совершила ошибку, начав агрессивно снижать ставку. Похожую ошибку совершили в 1970-х и она привела к взрывной инфляции. Правда, долг/ВВП в США к началу 1980х позволял агрессивно повысить ставку без угрозы стабильности долга. Сейчас повышать ставку опасно, а самый высокий левверидж, на мой взгляд, в private equity. Если риск private equity реализуется - это ударит по рынку акций. Поэтому...

Риск №2: концентрация в горстке акций США. Капитализация акций США составляет 60-70% от мировой, а доля пассивных инвестиций на рынке составляет примерно 50%. Львиную долю глобальных инвестиций в акции получает «великолепная 7», чья капитализация недавно составляла \$16 трлн (для сравнения капитализация крупнейшей биржи Европы Euronext около \$7,2 трлн). Притоки денег в пассивные стратегии когда-то сменяются оттоками, а все преимущества инвестирования в индекс в миг обернутся недостатками.

Вспомнив про Euronext, мы переходим к потенциальным рискам в Европе.

Риск №3: во Франции может начаться долговой кризис, как в Греции в 2011-2012. 10-летняя греческая гособлигация дает 3,18%, а ее французский аналог – 3,08%, хотя долг/ВВП у Греции 165%, а у Франции 112%. Одинаковая доходность говорит о том, что динамика французского долга вызывает озабоченность у глобальных инвесторов, ведь Франция на 4 или 5 месте в мире по объему ежегодно размещаемого госдолга. Поскольку одним из крупнейших держателей французского госдолга является Япония (у которой французских облигаций в два раза больше, чем немецких), стоит остановиться на рисках в Японии.

Риск №4: 5 августа 2024 индекс Topix упал на 12%, что стало худшим снижением с 1987 года. Банк Японии одновременно преследует две несочетающиеся цели:

- 1) не дать доходности гособлигаций вырасти и
- 2) не дать курсу йены ослабнуть.

Достигнуть обеих целей сразу невозможно, чем-то придется пожертвовать и это будет явно не госдолг. Власти могут заставить японцев репатриировать иностранные инвестиции (например, продать французские облигации), чтобы те покупали госдолг и поддерживали его доходность на приемлемом уровне. Отток японских инвестиций из различных стран это существенный риск. Такой отток может спровоцировать кризис во Франции и ЕЗ, который приведет к падению спроса на импорт из Китая. Китай и так конкурирует с японскими гигантами за рынок сбыта, так что следующий риск «китайский»:

Риск №5: Власти КНР стимулируют рост, однако их усилия выглядят слишком скромными и запоздавшими. В последние недели Китай:

- снизил краткосрочные процентные ставки,
- снизил ставки по ипотеке и
- снизил требования к банковским резервам.

Несмотря на capital controls в Китае, часть роста денежной массы выльется на глобальный рынок. Денежная масса Китая настолько огромна, что влияет на все мировые финансовые рынки. Вопрос в том, какие рынки получают наибольшую выгоду от вливаний ликвидности. Китайские акции выросли, золото подорожало, биткоин на максимуме. Вряд ли перечисленные

выше стимулы заставят китайцев опять инвестировать в недвижимость, ведь пузырь на рынке надулся именно благодаря госстимулам, которые и привели к наблюдаемому многолетнему снижению цен. Нарращивать же стимул опасно: у Китая ВВП примерно на 40% меньше, чем у США, однако денежная масса уже в два раза больше. Следовательно, важный риск для России в 2025 – существенная девальвация юаня, возможно с постепенным последующим переходом к плавающему курсу.

Риск №6:

Для России главный риск связан с динамикой СВО.

Окончание СВО приведет к небольшому росту безработицы и прекращению роста зарплат в некоторых отраслях. Поскольку санкции не снимут, инфляционные риски сохранятся в случае остановки СВО. Зато замедление темпов роста ВВП прогнозируется даже госорганами. Поэтому если в США в 2025 будет скорее inflationary boom, то в России стоит ждать inflationary bust.

Кстати, дорожающая нефть может быстро превратить boom в bust - поэтому стоит иметь нефть в портфеле. Bust – это стагфляция. Хорошая новость для России: стагфляция обычно скоротечна. Плохая: за стагфляцией часто следует рецессия. Облигации противопоказаны, но золото, нефть и акции стоимости – то, что спасало американцев в 1970-е, могло бы пригодиться россиянину. К сожалению, для россиян акции слишком рискованны, поэтому вместо них и рублевых облигаций стоит присмотреться к валютным суверенным замещенным облигациям, которые появятся после 05 декабря на бирже. Вместо акций нефтегазового сектора лучше покупать фьючерсы, но они подойдут не всем. Вместо облигаций – больше золота.

Если

- Япония заставит репатриировать инвестиции,
- Франция ударит по стабильности евро, а
- Китай сильно девальвирует юань,

то это предпосылки к появлению новой мировой валютной системы. Это риск для доллара США и он более реален, чем запуск валюты BRICS+.

Россиянам стоит меньше думать о биржевых инструментах (так как роль биржи после деградации валютной секции уменьшилась) и больше о «дефицитных». К последним относится элитная недвижимость и земельные участки, золото и тд.