

Кардинальные перемены – Sea Change

Howard Marks, перевод [Trade Talk](#)

13 декабря 2022

Говард Маркс, управляющий крупного хедж-фонда Oaktree (автор книги про рыночные циклы, [она есть на русском языке](#)), в своем очередном обращении к вкладчикам размышляет на тему изменений, происходящих вокруг.

За 53 года его инвестиционной карьеры он наблюдал два эпизода глобальных изменений в инвестициях.

Первый, в конце 70-ых стал следствием сырьевого шока, отказа от золота, а главное - появления высокодоходных облигаций ("мусорных"). Идеолог ВДО Майкл Милкен помог рынку осознать, что риск и доходность ходят рука об руку и из диверсифицированного портфеля можно получить высокую доходность, при этом находясь, в комфортной зоне риска.

Второй эпизод был связан с 40-летним периодом снижения ставок, особенно остро этот вопрос встал в последние 13 лет, когда мировые ЦБ начали играть с программами QE.

Третий эпизод мы наблюдаем сегодня. Его главная составляющая - инфляция, которая толкает ставки доходности вверх и приводит к переоценке перспектив активов.

Читать более чем интересно. [Оригинал заметки —>](#)



Howard Marks,
co-chairman
Oaktree Capital



Перевод
выполнен [Trade Talk](#)

[Клуб Trade Talk](#) - это закрытый контент на boosty, переводы исследований и тематический чат с голосовыми эфирами в Телеграмме.

Новые исследования выходят ежемесячно

Sea Change (идиома): полная трансформация, радикальное изменение направления, цели

За мои 53 года в инвестиционном мире я наблюдал множество экономических циклов, колебаний маятника, маний и паник, пузырей и крахов, **но я помню только две настоящих кардинальных перемены. Я думаю, что в данный момент мы можем находиться в самом разгаре третьей такой перемены.**

Как я уже не раз рассказывал в своих заметках, когда я пришел в индустрию управления инвестициями в 1969 году, многие банки, как и тот, в котором я работал в то время, вложили свои портфели акций в так называемые «Nifty Fifty» («модную пятидесятку»). В «модную пятидесятку» вошли акции компаний, которые считались лучшими и быстрорастущими — настолько хорошими, что с ними никогда не могло случиться ничего плохого. В случае вышеупомянутых акций все были уверены, что их цена «не может быть слишком высока». Но если вы купили акции из «модной пятидесятки» тогда, когда я начал работать в банковской сфере, и владели ими до

1974 года, вы понесли более 90% убытков... владея активами лучших компаний в Америке. Как оказалось, ожидаемое качество активов не было синонимом безопасности или успешных инвестиций.

Между тем, в сфере облигаций ценные бумаги с рейтингом «один В» характеризовались Moody's как «не обладающие характеристиками желательной инвестиции». Приобретение облигаций неинвестиционного класса — с рейтингом «два В» и ниже — было запрещено для фидуциаров, поскольку надлежащее финансовое поведение требовало избегания риска. По этой причине то, что вскоре стало известно как высокодоходные облигации, нельзя было продавать в рамках новых выпусков ценных бумаг. Но в середине 1970-х годов у Майкла Милкена и некоторых других людей возникла идея о том, что должна быть возможность выпускать облигации неинвестиционного уровня — и разумно инвестировать в них — в случае если облигации обеспечивают достаточную процентную ставку в целях компенсации риска дефолта. В 1978 году я начал инвестировать в подобные ценные бумаги — облигации, пожалуй, самых рискованных публичных компаний Америки — и стабильно и безопасно зарабатывал деньги.

Другими словами, в то время как ранее разумное инвестирование в облигации заключалось в приобретении лишь предположительно безопасных облигаций инвестиционного класса, инвестиционные менеджеры теперь могли приобретать облигации практически любого качества, если они получали адекватную компенсацию за сопутствующий риск. Вселенная высокодоходных облигаций США составляла около 2 миллиардов долларов, когда я впервые принял стал ее частью, а сегодня она составляет примерно 1,2 триллиона долларов.

Это явно указывало на серьезное изменение направления развития инвестиционного бизнеса. Но это еще не все. До начала выпуска высокодоходных облигаций компании могли быть поглощены лишь более крупными фирмами — теми, которые были в состоянии платить наличными или занимать большие суммы денег и при этом сохранять свои инвестиционные рейтинги. Но имея возможность выпускать облигации с высокой доходностью, более мелкие фирмы теперь могли поглощать более крупные, используя большую долю заемных средств, поскольку больше не было необходимости иметь или поддерживать инвестиционный рейтинг. Это изменение способствовало, в частности, росту выкупа заемных средств и тому, что сейчас называется индустрией прямых инвестиций.

Однако самый важный аспект данного изменения был связан не с высокодоходными облигациями или прямыми инвестициями, а скорее с принятием новой ментальности инвесторов. Теперь рисков не обязательно избегали, а скорее рассматривали их относительно прибыли и, по возможности, разумно переносили. Это новое отношение к риску и доходности сыграло решающую

роль в развитии многих новых видов инвестиций, таких как проблемные долги, ценные бумаги, обеспеченные ипотекой, структурированный кредит и кредитование частных лиц. Не будет преувеличением сказать, что сегодняшний инвестиционный мир почти не похож на тот, что существовал 50 лет назад. **Молодые люди, ставшие частью отрасли сегодня, вероятно, были бы шокированы, узнав о том, что в то время инвесторы не рассуждали категориями «риск»/«доходность».** Теперь это все, чем мы занимаемся. **Итак, кардинальные перемены.**

Примерно в то же время происходили большие изменения в макроэкономическом мире. Я думаю, что все началось с нефтяного эмбарго ОПЕК в 1973-74 годах, в результате которого цена барреля нефти подскочила с примерно 24 до почти 65 долларов менее чем за год. Этот всплеск вызвал рост стоимости многих товаров и спровоцировал быстрый рост инфляции. Поскольку частный сектор США в 1970-х годах был гораздо более профсоюзным, чем сейчас, и многие коллективные договоры предполагали автоматические корректировки, связанные с уровнем жизни, рост инфляции вызвал повышение заработной платы, что усугубило ситуацию в случае с уровнем инфляции, что, в свою очередь, привело к еще большему повышению заработной платы. Эта, казалось бы, непреодолимая восходящая спираль породила сильные инфляционные ожидания, которые во многих случаях становились самосбывающимися, как и их природа.

Годовой прирост индекса потребительских цен, который составлял 3,2% в 1972 г., увеличился до 11,0% к 1974 г., снизился до 6-9% в течение четырех лет, а затем снова повысился до 11,4% в 1979 г. и 13,5% в 1980 году. Наступил период великого отчаяния, так как считалось, что инструменты борьбы с инфляцией, начиная от инструментов гражданской инициативы WIN («Отхлестай инфляцию сейчас!») и заканчивая контролем цен и учетной ставки по федеральным фондам, которая достигла 13% в 1974 году, не дадут желаемого облегчения. Потребовалось назначение Пола Волкера руководителем ФРС в 1979 году и решимость, которую он продемонстрировал, подняв ставку по федеральным фондам до 20% в 1980 году для того, чтобы взять под контроль инфляцию и подавить инфляционные настроения. В результате к концу 1983 года инфляция снова снизилась до 3,2%.

Успех Волкера в установлении контроля над инфляцией позволил ФРС снизить ставку по федеральным фондам до однозначных показателей и удерживать ее на этом уровне до конца 1980-х, прежде чем снизить ее в 90-х. **Действия Волкера привели к снижению процентной ставки, которая сохраняла свое значение неизменным в течение четырех десятилетий** (подробнее об этом в следующем разделе). **Я считаю это вторым кардинальным изменением, которое я наблюдал на протяжении всей своей карьеры.**

Долгосрочное снижение процентных ставок началось всего через несколько лет после начала формирования мышления о риске и доходности, и я считаю, что сочетание двух этих факторов привело к (а) возрождению оптимизма среди инвесторов, (б) стремлению к получению прибыли с использованием агрессивных инвестиционных инструментов и (в) невероятные четыре десятилетия для фондового рынка. Индекс S&P 500 вырос с минимума в 102 пункта в августе 1982 года до 4796 пунктов в начале 2022 года, а совокупная годовая доходность составила 10,3% в год. Какой это был период!
Не было большей удачи в финансовой и инвестиционной карьере, чем участие в ней в этот период.

Невероятное сочетание благоприятных факторов

Какие факторы способствовали успеху инвесторов в течение последних 40 лет? Мы отметили большое влияние (а) экономического роста и превосходства США; (б) невероятная производительность выдающихся компаний; (в) достижения в технологии, производительности и методах управления; и (г) преимущества глобализации. **Однако я был бы удивлен, если бы 40 лет снижения процентных ставок не сыграли наибольшую роль.**

В 1970-х годах у меня был кредит в чикагском банке с процентной ставкой «на три четверти выше основной». (Сейчас никто не говорит об основной процентной ставке, это была базовая процентная ставка — предшественница «LIBOR» (лондонская межбанковская ставка) — по которой банки финансового центра кредитовали своих лучших клиентов.) Каждый раз, когда процентная ставка менялась, я получал уведомление от банка, и я определил ту ставку, которая ознаменовала собой наивысшую точку в декабре 1980 года:
Выяснилось, что процентная ставка по моему кредиту выросла до 22,25%! Четыре десятилетия спустя я смог взять кредит всего под 2,25% на 10 лет, что представляет собой снижение на 2000 базисных пунктов. Невероятно!

Каковы последствия снижения процентных ставок?

- Они способствуют росту экономики, удешевляя для потребителей покупку товаров в кредит, а для компаний — инвестиции в помещения, оборудование и товарно-материальные запасы.
- Они предоставляют субсидии заемщикам (за счет кредиторов и вкладчиков).
- Они снижают стоимость капитала предприятий и, таким образом, повышают их прибыльность.
- Они повышают справедливую стоимость активов. (Теоретическая стоимость актива определяется как текущая стоимость будущей выручки. Чем ниже

дисконтная ставка, тем выше текущая стоимость актива.) Таким образом, стоимость предприятия растет, а ставка капитализации снижается.

- Они снижают потенциальную доходность, которую инвесторы ожидают от инвестиций, тем самым увеличивая цену, которую они будут платить за активы. Наиболее наглядно это можно увидеть на рынке облигаций — все знают, что «ставки снижаются, а цены растут», — но это работает во всех сферах инвестиционного мира. Поднимая цены на активы, они создают «эффект богатства», который заставляет людей чувствовать себя богаче и, следовательно, с большей готовностью тратить деньги.
- Наконец, одновременно повышая стоимость активов и снижая стоимость заимствований, они приносят прибыль тем, кто покупает активы с использованием заемных средств.

Я хочу уделить больше времени последнему пункту. Представьте себе покупателя активов, который использует заемные средства в условиях снижающейся процентной ставки:

- Он анализирует компанию, делает вывод, что может зарабатывать на ней 10% в год, и решает приобрести ее.
- Затем он спрашивает своего консультанта по рынкам капитала, сколько будет стоить заем 75% средств. Когда ему говорят, что стоимость составит 8%, он действует решительно. Получение 10% от трех четвертей капитала компании при использовании 8% заемных средств, увеличит доход (собственный капитал) до 16%. Банки соревнуются за выдачу ссуды, и в результате процентная ставка составляет 7% вместо 8%, что делает инвестиции еще более прибыльными (доход за счет использования заемных средств вырастает до 19%).
- Затраты на погашение процентов по его долгу с плавающей процентной ставкой со временем снижаются, и когда срок погашения его долга с фиксированной процентной ставкой наступает, он обнаруживает, что может пролонгировать его по ставке 5%. Теперь сделка является сверхприбыльной (доход за счет использования заемных средств вырастает до 25%, при прочих равных условиях).

Данный нарратив игнорирует положительное влияние снижения процентных ставок как на прибыльность приобретенной им компании, так и на рыночную стоимость этой компании. Стоит ли тогда удивляться, что частные инвестиции и другие стратегии с привлечением заемных средств пользовались большим успехом в течение последних 40 лет?

Во время недавнего посещения своих клиентов я придумал несколько образов для того, чтобы передать свое видение эффекта длительного снижения процентных ставок: в некоторых аэропортах есть эскалаторы, и движение по ним облегчает жизнь

утомленному туристу. Но вы не просто стоите на них, вы движетесь в привычном для вас темпе, быстро продвигаясь вперед. Все потому, что ваша скорость движения по земле представляет собой сумму скорости, с которой вы идете, и скорости, с которой движется эскалатора.

Вот что, по моему мнению, произошло с инвесторами за последние 40 лет. Они наслаждались рост экономики и компаний, в которые они вкладывали свои средства, а также связанное с этим увеличение стоимости доли их собственности. Но кроме того, они стояли на эскалаторе, движимом снижающимися процентными ставками. Результаты были отличными, но я сомневаюсь, что многие люди полностью понимают, откуда они взялись. **Мне кажется, что значительная часть всех денег, заработанных инвесторами за этот период, возникла благодаря благоприятным факторам, возникшим ввиду массового снижения процентных ставок. Я считаю практически невозможным переоценку влияние снижения процентных ставок в течение последних четырех десятилетий.**

Недавний опыт

Период между окончанием мирового финансового кризиса в конце 2009 года и началом пандемии в начале 2020 года ознаменовался сверхнизкими процентными ставками, а макроэкономическая среда и ее влияние были весьма необычными.

Рекордно низкий уровень процентных ставок был достигнут, когда ФРС снизила ставку по федеральным фондам почти до нуля в конце 2008 года в попытке вывести экономику из глобального финансового кризиса. Низкие процентные ставки сопровождалась количественным смягчением: ФРС приобретала облигации для того, чтобы добавить экономике ликвидности (и, возможно, удержать инвесторов от паники). Эффект был драматичным:

- Низкие процентные ставки и огромные объемы ликвидности стимулировали экономику и спровоцировали взрывной рост на рынках.
- Бурный экономический рост и более низкие затраты на погашение процентов увеличили прибыли корпораций.
- Параметры оценки прибыльности компаний выросли, как описано выше, что привело к росту стоимости активов. Цена акций безостановочно росла в течение более десяти лет, за исключением нескольких спадов, каждый из которых длился несколько месяцев. С минимума 667 в марте 2009 года индекс S&P 500 достиг максимума в 3386 в феврале 2020 года, что обеспечило совокупную доходность в 16% в год.
- **Сила рынков побудила инвесторов отказаться от вызванной кризисом неприязни к риску и вернуться к принятию риска гораздо раньше, чем**

ожидалось. Это также сделало страх упустить выгоду преобладающей эмоцией среди инвесторов. Покупатели стремились приобретать активы, а держатели активов не стремились их продавать.

- Оживление активности привело к тому, что рынки капитала вновь открылись, что сделало получение финансирования дешевым и легким для компаний. Стремление кредиторов заставить деньги работать позволило заемщикам платить низкие процентные ставки благодаря облегченным условиям договоров, что ослабляло защиту кредитора.
- **Низкая доходность безопасных инвестиций побудила инвесторов покупать более рискованные активы.**
- Благодаря экономическому росту и высокой ликвидности имело место небольшое число дефолтов и банкротств.
- Основными внешними факторами стали усиливающаяся глобализация и небольшое число вооруженных конфликтов по всему миру. Оба фактора явно оказали благотворное влияние.

В результате в указанный период в США наблюдалось самое продолжительное восстановление экономики в истории (хоть и ставшее одним из самых медленных) и самый продолжительный рынок быков, который в обоих случаях превышал десять лет.

Когда пандемия Covid-19 привела к остановке большей части мировой экономики, ФРС стряхнула пыль с плана спасения, на разработку и реализацию которого в период мирового финансового кризиса ушли месяцы, и претворила его в жизнь за считанные недели в гораздо большем масштабе, нежели его более раннюю версию. Правительство США внесло свой вклад в виде кредитов и крупных выплаты по оказанию помощи (в дополнение к своим обычным дефицитным расходам). Результатом стало полное повторение перечисленных выше событий после глобального финансового кризиса в период с марта 2020 года по конец 2021 года, включая быстрый экономический отскок и еще более быстрое восстановление рынка. (индекс S&P 500 вырос с минимума в 2237 пунктов в марте 2020 года до 4796 пунктов в первый день 2022 года, увеличившись на 114% менее чем за два года.)

Казалось, на протяжении целой вечности — с октября 2012 года по февраль 2020 года — моя обычная презентация называлась «Инвестиции в мир с низкой доходностью», поскольку таковы были обстоятельства, в которых мы находились. Поскольку предполагаемая доходность многих классов активов, особенно кредитных, находится на рекордно низком уровне, я перечислил основные варианты, доступные инвесторам:

- инвестируйте, как раньше, и смиритесь с тем, что ваши доходы будут ниже, чем раньше:

- снижайте риски для того, чтобы подготовиться к коррекции рынка, и смиритесь с еще более низким уровнем доходности;
- перейдите к использованию наличных денег и получите нулевую прибыль, надеясь на то, что цены на рынке снизятся и, таким образом, вам предложат более высокую доходность (и это произойдет в ближайшее время); или же
- возьмите на себя большие риски в погоне за более высокой доходностью.

Каждый из вышеперечисленных вариантов имел серьезные недостатки, и на это есть веская причина. **По определению в мире с низкой доходностью сложно добиться высокой доходности надежным и безопасным способом.**

Мои постоянные читатели знают, что мои наблюдения, касающиеся инвестиционной среды по большей части основаны на моих впечатлениях и предположениях, а не на конкретных данных. Таким образом, на недавних встречах я использовал следующий список характеристик для описания рассматриваемого периода. (Подумайте, согласны ли вы с этим описанием. Я вернусь к нему позже.)

Фактор	Период с 2009 по 2021
Поведение ФРС	Стимулирующее
Характер инфляции	Положительный
Вероятность потрясений на рынке	Минимальная
Настроение на рынке	Оптимистичное
Покупатели активов	Активны
Держатели активов	Удовлетворены
Главный повод для беспокойства	Страх упустить выгоду
Страх риска	Отсутствует
Кредитное окно	Широкое
Финансирование	В избытке
Процентные ставки	Минимальные
Разница в доходности активов	Небольшая
Ожидаемая доходность	Минимальная

Период с 2009 по 2021 год (за исключением нескольких месяцев 2020 года) был периодом, когда среди инвесторов преобладал оптимизм, а уровень беспокойства был низким. Низкая инфляция позволила центральным банкам проводить щедрую денежно-кредитную политику. Это были золотые времена для корпораций и владельцев активов благодаря активному экономическому росту, дешевому и легкодоступному капиталу и отсутствию потрясений на рынке.

Это был рынок собственников активов и заемщиков. Безрисковая ставка равнялась нулю, страх убытков отсутствовал, а люди стремились делать рискованные

инвестиции – это был период разочарования для кредиторов и биржевых спекулянтов.

В ходе недавних визитов моих клиентов я описывал «Oaktree» как компанию, которая провела период с 2009 года по 2019 год «в тишине» с учетом того, что мы сосредотачиваем свое внимание на кредитах и уделяем особое внимание стоимостному инвестированию и контролю рисков. Например, после привлечения нашего крупнейшего на тот момент фонда в 2007–2008 годах и очень успешной работы большей его части после банкротства «Lehman Brothers» мы сочли целесообразным, учитывая состояние инвестиционной среды, сократить сумму вдвое для фонда-преемника, а после этого снова уменьшить ее вдвое для него. Совокупные активы, находящиеся под управлением компании «Oaktree», выросли за этот период относительно незначительно, а доходность большинства наших закрытых фондов, хотя и была достаточно неплохой, по нашим стандартам была умеренной. **Это было похоже на долгую и утомительную работу.**

Это было тогда. Теперь наступило сейчас.

Конечно, все вышеперечисленное перевернулось с ног на голову в течение примерно последнего года. Что наиболее важно, инфляция начала поднимать голову в начале 2021 года, когда выход из изоляции позволил чрезмерно большому количеству денег (сбережения, накопленные людьми, запертыми дома в период карантина, включая выплаты по масштабным программам помощи в борьбе с последствиями Covid-19) превысить количество товаров и услуг, объем которых снизился (что было вызвано проблемами с поставками, с которыми возникли затруднения ввиду неравномерного возобновления производства и транспортировки товаров). Поскольку ФРС считала инфляцию «временной», она продолжала свою политику низких процентных ставок и количественного смягчения, оставляя деньги в свободном обращении. Подобная политика еще больше стимулировала спрос (особенно со стороны домохозяйств) в тот период, когда он не нуждался в стимулировании.

Темпы роста инфляции ускорились в течение 2021 года, и в конце года ФРС признала, что она вряд ли будет недолгой. Таким образом, ФРС начала сокращать объемы приобретения облигаций в ноябре и начала повышать процентные ставки в марте 2022 года, запустив один из самых быстрых циклов повышения процентных ставок в истории. Фондовый рынок, который большую часть 2021 года игнорировал инфляцию и рост процентных ставок, начал падать примерно в конце года.

Далее события начали происходить по предсказуемому сценарию. Как я писал в статье под названием [«На диване»](#) (январь 2016 г.), **в то время как события в реальном мире меняются от «неплохих» до «не очень», настроения инвесторов**

часто колеблются от «безупречных» до «безнадежных», поскольку события, которые ранее считались благоприятными со временем интерпретируются как катастрофические.

- Более высокие процентные ставки привели к более высокой ожидаемой доходности. Таким образом, акции, которые как казалось, имели справедливую стоимость в период, когда процентные ставки были минимальными, упали до более низких значений соотношения «цена/прибыль», которые были соизмеримы с более высокими ставками.
- Аналогичным образом резкое повышение процентных ставок оказало обычное угнетающее влияние на стоимость облигаций. Снижение стоимости акций и облигаций привело к тому, что страх упустить выгоду ушел и ему на смену пришел страх убытков.
- Падение рынков набирало обороты, и те инвестиционные сферы, которые демонстрировали наилучшие показатели доходности в 2020 и 2021 годах (технологии, программное обеспечение, специализированные компании по целевым слияниям и поглощениям и криптовалюта), теперь демонстрировали худшие результаты, что еще больше ухудшило настроение участников рынка.
- Внешние события также способны испортить настроение рынка, особенно в тяжелые времена, и в 2022 г. самым крупным событием подобного рода было вторжение России на Украину.
- Конфликт на Украине привел к сокращению поставок зерна, нефти и газа, усилив инфляционное давление.
- Поскольку более жесткая монетарная политика была направлена на замедление темпов роста экономики, инвесторы сосредоточились на трудностях, с которыми ФРС может столкнуться при плавном снижении валютного курса, а, следовательно, на высоком риске наступления рецессии.
- Ожидаемое влияние рецессии на прибыль ухудшило настроение инвесторов. Таким образом, снижение рейтинга S&P 500 за первые девять месяцев 2022 года могло претендовать на титул самого значительного снижения в годовом выражении за последнее столетие. (Сейчас он немного восстановился.)
- Ожидание рецессии также усилило опасения по поводу увеличения количества дефолтов по долговым обязательствам.
- Выпуск новых ценных бумаг стал затруднительным.
- Взяв на себя обязательства по выкупу активов в условиях более низких процентных ставок, банки обнаружили, что они оказались в положении, когда многие миллиарды долларов «зависли» виде промежуточных кредитов, которые невозможно продать по номинальной стоимости. Эти кредиты повлекли еще большие убытки банков.
- Эти «зависшие» кредиты вынуждали банки сокращать количество средств, которое они могли выделить на заключение новых сделок, что усложняло финансирование покупок для покупателей.

Развитие событий, описанное выше, привело к тому, что оптимизм сменился пессимизмом. Рынок, характеризующийся наличием легких денег и оптимистично настроенных заемщиков и владельцев активов, исчез – теперь лучшие карты были на руках у кредиторов и покупателей. Кредитные инвесторы получили возможность требовать более высокую доходность и более надежную защиту для кредиторов. Список потенциальных жертв рыночных потрясений — кредиты и облигации, предлагающие спреды доходности более чем на 1000 базисных пунктов по казначейским облигациям — вырос с десятков до сотен. Вот каким мне видится изменение состояния фондового рынка:

Фактор	Период с 2009 по 2021 год	В настоящий момент
Поведение ФРС	Стимулирующее	Ужесточающее
Характер инфляции	Спящий	Самый высокий за 40 последние лет
Перспективы для экономики	Позитивные	Вероятность наступления рецессии
Вероятность потрясений	Минимальная	Растет
Настроение участников рынка	Оптимистичное	Настороженное
Покупатели активов	Активны	Нерешительны
Держатели активов	Удовлетворены	Испытывают неопределенность
Главный повод для беспокойства	Страх упустить выгоду	Инвестиционные потери
Страх риска	Отсутствует	Растет
Кредитное окно	Широкое	Суженое
Финансирование	В избытке	Скudное
Процентные ставки	Минимальные	Ближе к обычным
Разница в доходности активов	Небольшая	Нормальная
Ожидаемая доходность	Минимальная	Более чем достаточная

Если правая колонка точно описывает новую среду, как я полагаю, то мы наблюдаем полностью противоположное изменение условий в средней колонке, которые преобладали в 2021 и конце 2020 года, в течение всего периода 2009–2019 годов, и большую часть последних 40 лет.

Как упомянутые изменения проявились в вариантах инвестирования? Вот один пример: всего год назад в мире с низкой доходностью высокодоходные облигации предлагали доходность равную 4-5%. Многие выпуски имели доходность в 3%, и по крайней мере, одна новая облигация выходила на рынок с доходностью 2%.

Полезность подобных облигаций для учреждений, которым требовалась доходность в 6 или 7%, была весьма ограниченной. Сегодня доходность данного вида ценных бумаг составляет примерно 8%, а это означает, что даже с учетом ряда дефолтов они, вероятно, принесут доход, аналогичный доходу от акций, полученный от договорных средств по государственным ценным бумагам. Кредитные инструменты всех видов потенциально способны обеспечить эффективность, которая может помочь инвесторам достичь своих целей.

Перспективы

Инфляция и процентные ставки, скорее всего, останутся доминирующими факторами, влияющими на инвестиционную среду в течение следующих нескольких лет. Хотя история показывает, что никто не может предсказать инфляцию, похоже, что она останется выше того уровня, к которому мы привыкли после наступления мирового финансового кризиса, по крайней мере, на протяжении некоторого времени. Динамика изменения процентных ставок будет во многом определяться успехами ФРС в установлении контроля над инфляцией. Если в процессе процентные ставки значительно вырастут, они, вероятно, впоследствии снова снизятся, но никто не может предсказать ни время, ни степень снижения.

Хотя всем известно, как мало я думаю о макроэкономических прогнозах, ряд клиентов недавно интересовались у меня о моем мнении по поводу будущего процентных ставок. Поэтому я дам краткий обзор. (Инвестиционная философия компании «Oaktree» не запрещает мне иметь собственное мнение, а просто ведет себя так, как будто ее мнение является единственно верным.) На мой взгляд, покупатели, которые привели к недавнему 10-процентному повышению спроса на акции компаний из рейтинга S&P 500 с октябрьского минимума, были мотивированы своей верой в то, что (а) инфляция снижается, (б) ФРС скоро вернется от ограничительной политики к стимулирующей, (в) процентные ставки вернуться к более низким уровням, (г) рецессия будет предотвращена, или она будет умеренной и недолгой, а (д) экономика и рынки вернуться к благополучным временам.

В противоположность сказанному, я полагаю следующее:

- Основопологающие причины сегодняшней инфляции, вероятно, ослабнут по мере того, как будут расходоваться сбережения, раздувшиеся от государственных выплат, а также по мере того, как предложение выровняется со спросом.
- Хотя некоторые недавние показатели инфляции обнадеживают в этом отношении, рынок труда все еще находится в большом напряжении,

заработная плата растет, и экономика демонстрирует быстрый и устойчивый рост.

- Глобализация замедляется или обращается вспять. Если данная тенденция продолжится, мы потеряем ее существенное влияние, направленное на сдерживание роста. (Важно отметить, что цены на потребительские товары длительного пользования снизились на 40% за период с 1995 по 2020 год, очевидно, благодаря дешевому импорту. По моим оценкам, это привело к снижению уровня инфляции на 0,6% в год.)
- Прежде чем объявить о победе над инфляцией, ФРС нужно убедиться не только в том, что инфляция остановилась около целевого уровня в 2%, но и в том, что инфляционная психология подавлена. Для этого ФРС, скорее всего, захочет увидеть положительное значение реальной ставки федеральных фондов — в настоящее время она составляет минус 2,2%.
- Таким образом, хотя ФРС, вероятно, замедлит темп повышения процентной ставки, она вряд ли вернется к стимулирующей политике в ближайшее время.
- ФРС должна придерживаться установленного курса (или восстановить его после того, как слишком долго говорила о том, что инфляция имеет «временный» характер). Он может не казаться непостоянным, становясь стимулирующим слишком быстро после превращения в ограничительный.
- Перед ФРС стоит вопрос, что делать с ее балансом, который вырос с 4 триллионов долларов до почти 9 триллионов долларов из-за покупки облигаций. Если дождаться срока погашений портфеля облигаций и свернуть их выпуск (или, что менее вероятно, осуществить его продажу), это приведет к значительному снижению ликвидности экономики, что ограничит ее рост.
- Можно предположить, что ФРС предпочла бы не стимулировать процентную ставку на постоянной основе, а постоянно поддерживать «нейтральную процентную ставку», которая не является ни стимулирующей, ни ограничительной. (По крайней мере, я хотел бы этого.) Совсем недавно — прошлым летом — этот показатель оценивался в 2,5%.
- Точно так же, хотя большинство из нас считает, что свободный рынок является лучшим распределителем экономических ресурсов, у нас не было свободного рынка денег уже более десяти лет. ФРС может предпочесть уменьшить свою роль в распределении капитала, менее активно контролируя процентные ставки и приобретая ипотечные облигации.
- Должны иметь место риски, связанные с сохранением ФРС стимулирующих процентных ставок на долгосрочной основе. Возможно, совсем недавно мы наблюдали то, что это может вызвать инфляцию, хотя инфляцию последних двух лет можно объяснить в основном разовыми событиями, связанными с пандемией.
- ФРС, вероятно, хотела бы, чтобы нормальные процентные ставки были достаточно высокими для того, чтобы иметь возможность их сократить, если в будущем потребуется стимулирование экономики.

- Люди, пришедшие в мир бизнеса после 2008 года, или опытные инвесторы с короткой памятью, могут подумать, что сегодняшние процентные ставки завышены. Но они имеют такие значения в коротком историческом промежутке, а это означает, что нет очевидной причины, по которой они должны быть ниже.

Именно по этим причинам я полагаю, что базовая процентная ставка в течение следующих нескольких лет, скорее всего, будет составлять в среднем 2-4% (т. е., будет находиться близко к тому уровню, на котором она находится в настоящий момент), а не 0-2%. Конечно, есть контраргументы. Но для меня суть заключается в том, что стимулирующие ставки, скорее всего, не предвидятся в ближайшие несколько лет, за исключением случаев серьезной рецессии, от которой нам нужно будет спастись (и это будет иметь свои последствия). Но уверяю вас, компания «Oaktree» не собирается ставить деньги на веру в подобные вещи.

Что мы знаем наверняка, так это то, что инфляция и процентные ставки сегодня выше, чем они были на протяжении 40 и 13 лет, соответственно. Никто не знает, как долго элементы в правой колонке из таблицы выше будут точно описывать инвестиционную среду. На них будут влиять экономический рост, инфляция и процентные ставки, а также внешние события, которые невозможно предсказать. Но несмотря на все вышесказанное, я думаю, что в ближайшие годы ситуация будет менее радужной:

- Рецессия в ближайшие 12-18 месяцев представляется экономистам и инвесторам естественным следствием текущих событий.
- Подобная рецессия, вероятно, совпадет со снижением уровня доходов корпораций и ухудшением настроения инвесторов.
- Маловероятно, что условия для нового финансирования на кредитном рынке вскоре станут такими же благоприятными, как в последние годы.
- Никто не может предсказать, насколько вырастет процент задолженности по долговым обязательствам и как долго он будет оставаться на этом уровне. В данном контексте стоит отметить, что годовой уровень дефолтов по высокодоходным облигациям в среднем составлял 3,6% с 1978 по 2009 год, но при этом данный показатель был необычно низким в «правильных» условиях, преобладавших в десятилетие с 2010 по 2019 год, составив 2,1%. Фактически, на протяжении указанного десятилетия был лишь один год, когда дефолты по высокодоходным облигациям достигли среднего исторического значения.
- **Наконец, существует прогноз, в котором я уверен: процентные ставки не снизятся еще на 2000 базисных пунктов от своего текущего значения.**

Как я уже много раз писал в своих статьях об экономике и рынках, мы никогда не знаем, куда мы идем, но мы должны знать, где мы находимся. Суть для меня заключается в том, что во многих отношениях условия в данный момент в подавляющем большинстве случаев сильно отличаются от условий в период после

окончания глобального финансового кризиса, описанных выше, и в основном менее благоприятны. Подобные изменения могут иметь длительный характер, или же могут ослабнуть со временем. Но, на мой взгляд, мы вряд ли вскоре увидим тот же оптимизм и легкость, которые наблюдались в период после окончания глобального финансового кризиса.

Мы перешли от состояния с низкой доходностью, имевшего место в период с 2009 по 2021 год к состоянию с высокой доходностью, и в ближайшем будущем подобное состояние может стать еще более выраженным. Инвесторы теперь потенциально могут получать солидную прибыль от кредитных инструментов, а это означает, что им больше не нужно так сильно полагаться на более рискованные инвестиции для достижения общих целей в плане доходности. Кредиторы и биржевые спекулянты в изменившейся среде видят для себя гораздо лучшие перспективы, чем в период с 2009 по 2021 год. И что важно, если вы допускаете, что инвестиционная среда сильно изменилась и может продолжать изменяться по сравнению с тем, какой она была на протяжении последних 13 лет — и большую часть последних 40 лет, — из этого должно следовать, что инвестиционные стратегии, которые лучше всего работали в указанные периоды, могут оказаться неэффективными в ближайшие годы.

Вот о каких кардинальных переменах я говорил.