

ВЕДОМОСТИ

Как уберечься от долларовой инфляции

Мы живем в эпоху, когда центральные банки по всему миру вбрасывают на рынок новые деньги в попытке реанимировать свои экономики

Владимир Южаков
Vedomosti.ru

12.02.2014

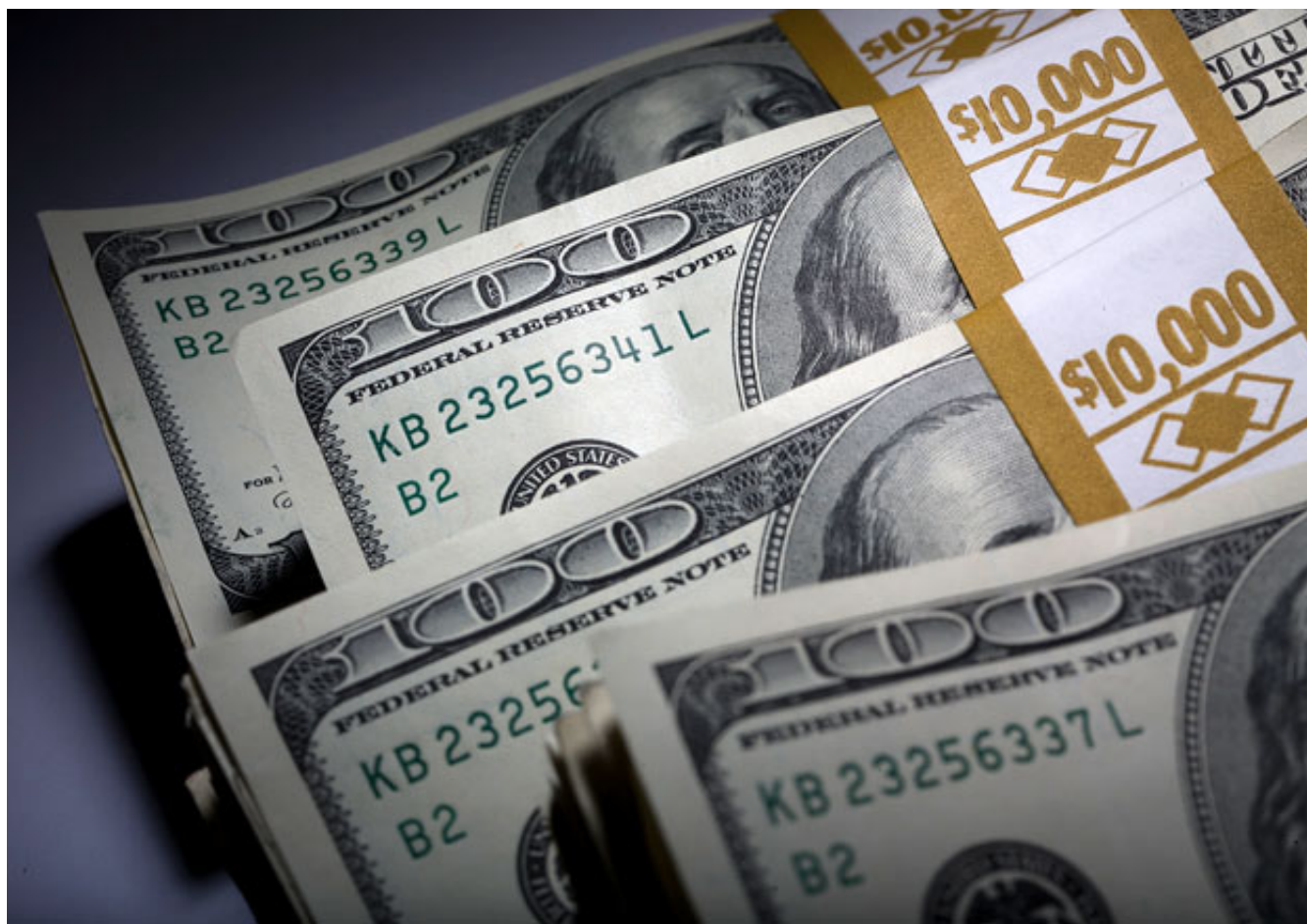
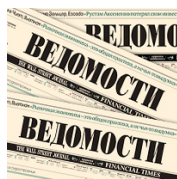


Фото: Scott Eells/Bloomberg

Колонка стратега: Настолько ли прочен доллар, как об этом думает большинство?

Может настать день, когда доллар уступит главенствующие позиции на мировом рынке какому-нибудь сопернику...



Эта публикация основана на статье «Долларовая инфляция — способы защиты» из газеты «Ведомости» от 12.02.2014, №23 (3527).

Инфляция по своей природе является налогом на сбережения. Есть основания полагать, что период рекордно низкой долларовой инфляции заканчивается, что делает актуальным вопрос выработки стратегии

по защите капитала от этого налога. Попробуем проанализировать поведение различных активов в периоды высокой инфляции в прошлом и оценить перспективы их использования как средств в борьбе с инфляцией.

В данной статье акцент сделан на долларовой инфляции. Вопрос возможного поведения курса рубля и рублевой инфляции в период высокой долларовой инфляции требует дальнейшего анализа.

Рост инфляции

В последние 20 лет долларовая инфляция находится существенно ниже средних исторических значений (2-3% против 4-4,5% за последние 50 лет). Великая инфляция, которая в период с 1973 по 1981 г. уничтожила более 60% реальной стоимости денег, кажется в далеком прошлом.

Тем не менее есть основания полагать, что источники, сдерживавшие инфляцию, исчерпали себя и что инфляция вернется к своим среднеисторическим значениям, возможно даже существенно превысив их. Дело в том, что до недавнего времени рост стоимости товаров и услуг сдерживался растущей производительностью труда (в основном связанной с массовым внедрением компьютеров и интернета), а также появлением дешевых товаров из Китая. Влияние данных факторов снижается — интернет-революция уже прошла свой пик, в то время как Китай переключается на внутреннее потребление и, чтобы снизить стоимость импортируемого сырья, укрепляет курс своей валюты, что сделает китайские товары более дорогими для развитых стран.

Но еще более важную роль играет то, что центральные банки развитых стран мира, борясь с финансовым кризисом, напечатали колоссальный объем новых денег. Это касается Европейского союза, Японии, Англии. Но особенно ярко это видно на примере США. Объем денежной массы (monetary base) с 2008 г. увеличился более чем в 3 раза. Такова цена борьбы с худшим кризисом со времен Великой депрессии.

Однако до настоящего времени это не привело к росту инфляции, поскольку американским властям удалось стерилизовать большую часть этих новых денег. Впервые в истории, начав платить проценты по резервам, они сумели добиться того, что коммерческие банки фактически положили на счета Федерального резервного банка более \$2,3 трлн. Тем самым американским финансовым властям удалось заморозить 65% от общей денежной базы.

Но это временная мера — коммерческие банки рано или поздно заберут свои деньги у государства и пустят их в экономику. Это произойдет, например, когда процентные ставки вырастут и коммерческим банкам станет невыгодно держать капитал у государства под нынешние 0,25%. Неизбежно возникнет ситуация, когда поток новых денег, входящий на рынок, будет бороться за ограниченный объем реальных активов.

Подведем промежуточные итоги. Начиная с 2008 г. правительство США напечатало \$3 трлн новых денег, что более чем утроило денежную массу; \$2,3 трлн из этих напечатанных и, по-сути, уже принадлежащих частным лицам средств пока еще не попали в реальную экономику.

Таким образом, созданы предпосылки для всплеска инфляции. Не исключено даже повторение периода Великой инфляции с ростом цен в 10% в долларовом эквиваленте и выше. При таком сценарии развития событий ключевой задачей для инвесторов становится сохранение капитала.

Какие же классы активов смогут предложить адекватную защиту от обесценивающихся денег? Далее приведен анализ основных классов активов, доступных большинству инвесторов.

Государственные и корпоративные облигации

Поскольку платежи по данным бумагам, как правило, фиксированы, рост инфляции приведет к существенному падению стоимости облигаций. Больше всего это скажется на долгосрочных бумагах — они наиболее чувствительны к инфляции и изменениям процентных ставок. Единственным исключением являются так называемые TIPS, которые автоматически индексируются по отношению к инфляции.

Что до гособлигаций, то в последние пять лет инвесторы, испуганные кризисом, стремились покупать безрисковые государственные облигации, подталкивая их цену вверх. Таким образом даже безрисковый актив, если за него переплатить, превращается в самый что ни на есть высокорискованный инструмент.

Представьте, всего несколько месяцев назад инвесторы были готовы платить \$430 за бумагу, по которой государство через 30 лет вернет им \$1000. А теперь вспомните и сравните уровень цен всего 10-20 лет назад и сейчас и решите, готовы ли вы были бы отдать деньги тогда, чтобы получить лишь немногим более чем в 2 раза сегодня? Когда отношение инвесторов к риску вернется к нормальному уровню, эти бумаги будут стоить уже не \$430, а \$300 или даже \$200.

Что же касается вышеупомянутых TIPS, то они действительно защитят от инфляции. Но эта защита стала чрезмерно дорогой — например, по пятилетним TIPS ставка процента отрицательна и составляет минус 0,74%. То есть инвесторы буквально доплачивают, чтобы государство взяло их деньги.

Итак, безрисковые государственные бумаги из-за своей дороговизны стали одним из самых рискованных активов. Финансовые рынки полны парадоксов.

Золото

Золото является одним из наиболее популярных способов спасения от инфляции. Однако прошлое показывает, что зависимость между ценой на золото и инфляцией далеко не прямолинейна. Если посмотреть, как золото вело себя во время всплеск инфляции за последние 40 лет, то во время периода Великой инфляции 1970-х гг. оно действительно серьезно выросло в цене. Но потом, в 2000-х, оно выросло еще больше при очень низком уровне инфляции.

Что еще более важно, фундаментальным недостатком золота является невозможность определения его справедливой стоимости. Практически все активы на протяжении своей жизни генерируют определенный денежный поток для своих владельцев, что делает возможным оценить, пусть и грубо, приблизительную стоимость этого актива. В случае с золотом все наоборот: оно создает отрицательный денежный поток, ведь его хранение сопровождается постоянными затратами. Как определить стоимость чего-либо, что не приносит прибыли? Есть мнение, что практически никто по-настоящему не понимает золото и законы, по которым оно оценивается.

Таким образом, связь между стоимостью золота и инфляцией не очевидна. Также представляется невозможным аргументированно утверждать, переоценено ли золото в настоящий момент или нет, превратилось оно в спекулятивный рискованный актив или остается консервативным инструментом сохранения капитала. Но инвесторам в золото как минимум нужно помнить, что за последние 10 лет оно подорожало более чем в 3 раза.

Акции

Акции исторически являлись относительно неплохой страховкой против инфляции в периоды, когда рост цен находился в умеренном диапазоне. В этой ситуации компании сравнительно легко переносят свои

растущие издержки на конечного покупателя. Особенно хорошо это получается у компаний с сильными брендами — их покупатели менее склонны переключаться на более дешевые заменители. Однако в периоды очень высокой инфляции компании не успевают за ростом стоимости материалов, труда и арендной платы, что съедает добрую часть их прибыли. Это было одной из причин, почему, например, в 1970-х гг. американский фондовый рынок практически не вырос.

Для оценки перспектив использования акций для защиты от инфляции необходимо понимать, в какой стадии цикла находятся фондовые рынки. Периоды всеобщего оптимизма, когда стоимость акций бьет рекорды (вторая половина 1990-х, середина 2000-х), сменяются периодами депрессии. От того, где на шкале оптимизм — депрессия в настоящий момент находятся ожидания инвесторов, зависит эффективность использования акций как защиты от инфляции. Дно пессимизма, когда акции недооценены, является лучшим временем для приобретения такой защиты.

В качестве примера посмотрим на североамериканские и азиатские рынки. В настоящий момент, пожалуй, нельзя сказать, что рынок акций в Америке находится в зоне депрессии, — с момента дна кризиса в марте 2009 г. индекс S&P 500 поднялся более чем на 170%, несмотря на более чем скромный рост реальной экономики. Сейчас S&P 500 торгуется на 15% выше своего пикового значения 2007 г. Существует мнение, что этот рост был подогрет притоком свеженапечатанных денег, уже просочившихся на фондовый рынок.

Рынки Азии, и в первую очередь Гонконга и Китая, находятся в противоположном состоянии. Несмотря на впечатляющий экономический рост в регионе, за тот же период времени индекс Гонконга вырос всего на 90% и по-прежнему находится более чем на 20% ниже своего пика 2007 г.

Если также принять во внимание, что в среднем компании, входящие в S&P 500, стоят сейчас примерно 20 годовых прибылей, в то время как компании из Гонконга торгуются примерно за 11, то можно сделать осторожный вывод, что в настоящий момент фондовые рынки Азии в меньшей степени затронуты оптимизмом инвесторов и являются более привлекательным механизмом защиты от инфляции.

Что касается выбора конкретных инвестиций, то лучше всего периоды высокой инфляции переносят компании, которые могут повысить цены на свою продукцию без потери значительного числа клиентов.

Недвижимость

Недвижимость, пожалуй, является самым лучшим способом противостоять инфляции. Как правило, в случае растущих цен арендодатели способны достаточно быстро поднять арендную плату. При этом доля расходов по отношению к выручке у владельцев недвижимости незначительна. В периоды высокой инфляции их прибыльность может даже возрасти.

Однако и здесь стоимость, заплаченная за недвижимость, играет ключевую роль. За последние несколько лет стоимость как жилой, так и коммерческой недвижимости в первостепенных городах мира уже существенно выросла, что создает риски приобретения переоцененных активов. Это уже коснулось Нью-Йорка, Лондона, Гонконга, Шанхая и многих других мегаполисов, где приток свеженапечатанных денег начал проявлять себя еще несколько лет назад.

Помимо стоимости критически важным является качество этой недвижимости — ее расположение и способность приносить регулярный доход владельцу. Ценность объектов, находящихся в наилучших местах и востребованных арендаторами, увеличивается в первую очередь.

Для большинства инвесторов наиболее подходящим способом инвестирования в недвижимость является покупка акций компаний, владеющих и управляющих недвижимостью. Например, это могут быть так

называемые REITs, занимающиеся жилыми или офисными площадями. REITs большую часть выручки от аренды своей недвижимости направляют в виде регулярных дивидендов своим акционерам, причем эти выплаты, как правило, достаточно быстро реагируют на инфляционные всплески. Доходность по дивидендам у надежных REITs в настоящий момент составляет 3-6%. Более того, эти выплаты, как правило, не подлежат налогообложению.

Итак, подведем итоги. Мы живем в эпоху, когда центральные банки по всему миру вбрасывают на рынок новые деньги в попытке реанимировать свои экономики. Как уберечься от налога на сбережения? Во-первых, лучше избегать долгосрочных облигаций, в первую очередь государственных. Во-вторых, нужно рассмотреть возможность увеличения инвестиций в рынки недвижимости и акций — эти активы предоставят определенную защиту от инфляции при условии, что это высококачественные активы, генерирующие стабильный денежный поток, и что инвестор не заплатил за них чрезмерно высокую цену.

Автор — управляющий партнер Long Jing Capital

