

СОДЕРЖАНИЕ

Благодарности	15
ВВЕДЕНИЕ В МЕЖРЫНОЧНЫЙ АНАЛИЗ	17
События 1980-х гг.	17
Схлопывание японского пузыря в 1990 г.	18
Третья годовщина рыночного пика 2000 г.	18
Дефляционный сценарий	19
Межрыночная модель в период с 1980 по 1997 г.	20
Перемены 1998 г.	20
Роль нефти	21
Возрождение золота	22
Распределение активов и экономическое прогнозирование	22
Значение графиков.....	24
ГЛАВА 1. ЭКСКУРС В 1980-е гг.	25
Пик сырьевых товаров в 1980 г.	26
Доллар достигает дна в 1980 г.	27
Облигации достигают дна в 1981 г.	29
Акции достигают дна в 1982 г.	29
Как взаимосвязаны четыре рынка.....	30
Новый крах фондового рынка в 1987 г.	31
Рост сырьевых товаров и падение облигаций весной 1987 г.	31
Августовский пик фондового рынка.....	32
Доллар падает вместе с акциями	34
Крах рынка в 1987 г. был глобальным	36
Более поздние примеры глобальных взаимосвязей.....	36
Влияние доллара может запаздывать	38
Вперед и вверх в 1990 г.	39

ГЛАВА 2. 1990 г. И ПЕРВАЯ ВОЙНА В ПЕРСИДСКОМ ЗАЛИВЕ	41
Падение облигаций в начале 1990 г.	42
Рост индекса CRB в начале 1990 г.	42
Расхождение акций и облигаций.....	43
Глобальные рынки не подтвердили рост США	44
Иракское вторжение в Кувейт в августе.....	45
Взлет нефти и золота	47
Все меняется с началом войны	48
Расхождение нефти и акций нефтяных компаний в 1990 г.	52
Значимость уровня \$40 для нефти.....	55
Межрыночные уроки 1990 г.	55
Сравнение 2003 и 1991 гг.	56
Япония так и не восстановилась	57
ГЛАВА 3. СКРЫТЫЙ МЕДВЕЖИЙ РЫНОК 1994 г.	59
В 1990–1993 гг. ситуация выглядела неплохо.....	59
Индекс CRB	59
Разворот индекса CRB вверх в начале 1993 г.	60
Наблюдение за промышленными ценами.....	62
Индекс Journal of Commerce (JOC-ECRI)	64
Золото и нефть тоже имеют значение	65
Товарный индекс Goldman Sachs	67
Облигации достигают пика раньше акций	67
Скрытый медвежий рынок.....	69
Потери коммунальных компаний — рост металлов в 1994 г.	70
Кардинальное изменение межрыночной картины в 1995 г.	74
Коэффициент «CRB/облигации»	74
Облигации и акции росли вместе до 1998 г.	78
ГЛАВА 4. АЗИАТСКИЙ ВАЛЮТНЫЙ КРИЗИС И ДЕФЛЯЦИЯ В 1997 г.	79
Азиатский валютный кризис начинается в 1997 г.	79
Нарушение взаимосвязи акций и облигаций.....	80
Дефляционный сценарий	80
1997 и 1998 гг. были только генеральной репетицией.....	81
Межрыночная картина в 1997 и 1998 гг.	82
Доллар и сырьевые товары.....	82

Гонконг и промышленные металлы вместе достигли пика	83
Сырьевые товары и облигации	84
Облигации и акции.....	85
Расхождение акций и облигаций в 1998 г.	86
Коэффициент «CRB/облигации» и ротация секторов	88
Акции производителей потребительских товаров и циклические акции.....	88
Обвал коэффициента «CRB/облигации» в 1997 г.	89
Анализ относительной силы	89
График коэффициента относительной силы для двух конкурирующих секторов.....	92
Межрыночные уроки 1997 и 1998 гг.	93
ГЛАВА 5. 1999 г.: ВЕРШИНА МЕЖРЫНОЧНЫХ ТРЕНДОВ	95
Разворот прошлогодних трендов в 1999 г.	95
Скачок сырьевых товаров в начале 1999 г.	97
Сырьевые товары и процентные ставки движутся вместе	97
Промышленные сырьевые товары и нефть достигают дна	98
Влияние роста ставок на акции	100
Линия роста/падения NYSE снижается в 1999 г.	100
Межрыночный эффект в секторах	101
Рост цен на сырую нефть положительно сказывается на акциях нефтяных компаний	102
Трудные времена для акций транспортных компаний.....	103
Акции финансовых компаний теряют популярность в 1999 г.	103
Влияние других секторов	104
Ротация секторов и экономика	107
Глобальные взаимодействия в 1999 г.	108
Гонконг и полупроводники	109
Австралийский доллар и товарные цены	111
ГЛАВА 6. ОБЗОР ПРИНЦИПОВ МЕЖРЫНОЧНОГО АНАЛИЗА	113
Введение	113
Эволюция технического анализа.....	113
Акцент на анализ секторов	114
Стратегии распределения активов	114
Базовые предпосылки межрыночного анализа.....	115
Глобальные рынки.....	115

Глобальные секторные тренды	116
Влияние Японии на рынки США	116
Япония берет верх над ФРС.....	119
Экономические уроки	119
Техническая природа межрыночного анализа	120
Преимущество графиков — широкая картина.....	120
Экономическое прогнозирование	121
Рынки предсказывают экономические тренды	121
Роль доллара	122
Глобальный эффект валютных трендов.....	122
Влияние доллара на транснациональные компании	123
McDonalds и Procter & Gamble выигрывают от слабого доллара	123
Влияние доллара на акции фармацевтических компаний.....	123
Акции компаний с малой капитализацией являются внутренними....	125
Слабый доллар благоприятно влияет на акции компаний, предоставляющих услуги	125
Повторение межрыночных принципов	125

ГЛАВА 7. СХЛОПЫВАНИЕ ПУЗЫРЯ NASDAQ В 2000 г. 129

Исторический год	129
Результат обратной кривой доходности — ослабление экономики.....	129
Предупреждающие сигналы были на графиках	130
Видеть события, когда они происходят	131
30 января 2000 г.: изменение характера кривой доходности	131
Опять 1969 г.?	132
Преодолены январские минимумы.....	132
Денежный рынок — это хорошо	133
15 апреля 2000 г.: Nasdaq пробивает скользящую среднюю — обвал на NYSE.....	134
REIT не сдаются	134
REIT демонстрируют хорошую относительную силу	135
Индекс REIT разворачивается вверх.....	135
21 апреля 2000 г.: рынок свидетельствует — экономика замедляется... 137	137
Медь и долгосрочные ставки вместе достигают пика в начале 2000 г. ... 137	137
Слабость экономики благоприятна для сектора товаров повседневного потребления.....	138
Акции производителей товаров повседневного потребления начинают превышать средние результаты	139

Ситуация не могла быть лучше	140
11 августа 2000 г.: переход в стоимость	140
Ротация секторов на протяжении экономического цикла	142
Почему плохо, когда секторы энергоносителей и товаров повседневного потребления являются сильными.....	143
10 ноября 2000 г.: это экономика	144
Двойное использование модели ротации секторов.....	145
Уроки 2000 г.	146
ГЛАВА 8. МЕЖРЫНОЧНАЯ КАРТИНА ВЕСНОЙ 2003 г.	147
Бегство в золото.....	147
Облигации и сырьевые товары движутся в противоположных направлениях.....	148
Разворот 11 сентября.....	148
Сырьевые товары следуют за акциями.....	148
Акции идут впереди сырьевых товаров	151
Цены облигаций и акций движутся в противоположных направлениях.....	152
11 сентября разворачивает тренды	153
Падение акций благоприятно для золота	155
22 мая 2002 г.: главный пик доллара в процессе формирования.....	156
Падение доллара способствует росту золота	156
Акции золотодобывающих компаний блистают.....	157
Год спустя: ФРС обнаруживает дефляцию	159
Выход — дать доллару упасть.....	161
ГЛАВА 9. ПАДЕНИЕ ДОЛЛАРА В 2002 г. СТИМУЛИРУЕТ РОСТ СЫРЬЕВЫХ ТОВАРОВ.....	163
Инфляция на товарном рынке	163
Пик доллара совпадает с дном на товарном рынке	164
Нарушение взаимосвязи между облигациями и сырьевыми товарами	165
Война толкает вверх цены на нефть	166
Расхождение сырьевых товаров: погода и экономика.....	167
Промышленные металлы и процентные ставки движутся в одном направлении	168
Товарные цены и доходность облигаций обычно движутся вместе	169
Азиатская дефляция приводит к снижению американских процентных ставок	169

Глобальный медвежий рынок	171
Япония тянет мировые рынки вниз	171
Дефляционный сценарий: американские акции и процентные ставки падают вместе	173
Сырьевые товары выигрывают от борьбы с дефляцией	174
Пик доллара рождает новый бычий рынок золота	175
Возврат к физическим активам?	175

ГЛАВА 10. ПЕРЕХОД С БУМАЖНЫХ АКТИВОВ

НА ФИЗИЧЕСКИЕ..... 179

Золото вновь становится привлекательным	179
Золото прорывает 15-летнюю линию сопротивления	180
Золото разворачивается вверх, акции — вниз	180
Сырьевые товары впервые за 20 лет превосходят акции.....	182
Почему 2003 г. не был повторением 1991 г.....	183
Циклические и долгосрочные тренды	184
Историческое исследование циклических бычьих рынков	186
Долгосрочный медвежий рынок акций положительно влияет на золото.....	186
Рост валютных рынков	187
Падение доллара вредит глобальным рынкам	187
Китай не пострадал от движения доллара.....	188
Рост сырьевых валют	188
Использование фьючерсных рынков	189
На традиционных рынках альтернатив не слишком много	190
Покупка акций, связанных с сырьевыми товарами	191

ГЛАВА 11. ФЬЮЧЕРСНЫЕ РЫНКИ

И РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ 193

Анализ относительной силы классов активов.....	193
Облигации и акции.....	194
Сырьевые товары и облигации	196
Коэффициент «ДЛА/золото».....	197
Включим в портфель сырьевые товары и валюты	198
Можно ли использовать фьючерсы при распределении активов.....	199
Встроенная модель распределения активов	200
Графическое сравнение фьючерсных рынков — покупать или продавать	200

Использование управляемых фьючерсных счетов.....	201
Фьючерсные портфели слабо коррелируют с облигациями и акциями	202
Товарные фьючерсы как класс активов.....	203
Смещение эффективной границы.....	204
Валюты как класс активов	205
Эффект падения доллара.....	206
Цена золота в иностранной валюте.....	207
Коэффициенты «золото/валюта» растут	208
Золото сильнее, чем все основные валюты	211
Резюме.....	211

ГЛАВА 12. МЕЖРЫНОЧНЫЙ АНАЛИЗ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЦИКЛ..... 215

Четырехлетний экономический цикл.....	215
Экономический цикл объясняет межрыночную ротацию.....	216
Хронология ротации облигаций, акций и сырьевых товаров.....	217
Облигации — центр внимания	219
Шесть этапов экономического цикла	219
Уроки 2000 г.....	221
Облигации как опережающий экономический индикатор	221
Акции и сырьевые товары как опережающие индикаторы.....	222
Более детальная информация об индексе JOC.....	222
Предсказание спада в 2001 г.	223
Три рынка достигают пиков в нормальном порядке	224
Ротация рынков в 1920-х и 1930-х гг.	226
Сырьевые товары достигают пика в 1920 г.	226
Облигации достигают дна в 1920 г.	226
Акции достигают дна в 1921 г.....	226
В 1928 г. облигации разворачиваются вниз	227
1929 г.: взаимосвязь облигаций и акций нарушается, сырьевые товары падают	227
В начале 1930-х гг. акции и сырьевые товары вместе достигают дна	228
Оживление экономики в 1930-е гг.	228
Доходность облигаций подскакивает ненадолго в 1931 г.....	229
Акции и сырьевые товары завершают формирование дна в начале 1940-х гг.	230

Ротация классов активов на протяжении десятилетий	230
Уроки длинных циклов.....	231
Волна Кондратьева	231
Четыре сезона, составляющие длинный цикл.....	232

ГЛАВА 13. ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ЦИКЛ И СЕКТОРЫ РЫНКА 235

Ротация секторов на протяжении экономического цикла	235
Ротация секторов в 2000 г. свидетельствует о спаде.....	235
Другое представление экономического цикла.....	236
Ротация секторов в 2003 г. свидетельствует о начале подъема.....	236
Лидерство переходит к сектору потребительских товаров и технологическому сектору	237
Относительная сила потребительских расходов	239
Розничные покупки	240
Лидерство технологического сектора — хороший признак	241
Nasdaq опережает рынок в 2003 г.	241
Лидерство транспортного сектора.....	242
Циклические акции начинают превосходить акции производителей товаров повседневного потребления	244
Акции компаний с малой капитализацией лидируют у дна.....	245
Модель ротации секторов	247
Какую еще информацию несет модель ротации секторов.....	247
Тренды процентных ставок.....	248
Кривая доходности	249
В 2003 г. кривая доходности становится более плоской.....	250
Другое представление кривой доходности	251

ГЛАВА 14. ДИВЕРСИФИКАЦИЯ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ НЕДВИЖИМОСТИ 253

Место определяет все	253
Этот цикл — другой.....	253
REIT разворачиваются вверх на пике рынка NASDAQ.....	254
Смена ролей в 2000 г.	254
Летом 2002 г. ситуация начинает меняться	256
REIT достигают пика в 2002 г., когда рынок достигает дна	257
REIT демонстрируют низкие результаты после лета 2002 г.	258

Жилье зависит от процентных ставок	259
Недвижимость не всегда следует за инфляцией	260
Недвижимость не всегда следует за процентными ставками.....	260
Недвижимость не всегда следует за акциями	260
Цикл Лонга на рынке недвижимости	261
Сравнение с другими циклами	261
Сходства и различия: наши дни и 1930-е гг.	262
Цикл рынка недвижимости с 1940 г.	262
С чем связаны акции домостроительных компаний — с фондовым рынком или процентными ставками?	263
В 1999 г. нарушается взаимосвязь фондового рынка и домостроительных компаний	264
Акции домостроительных компаний связаны с процентными ставками	265
Ротация рынков в 2000 г.	266
Восстановление взаимосвязи домостроительных компаний и фондового рынка	268
Борьба ФРС с дефляцией способствует росту акций домостроительного сектора	269
Компромисс домостроительного сектора.....	269
Японский рынок недвижимости обвалился через два года после обвала фондового рынка.....	269
ГЛАВА 15. ГЛОБАЛЬНОЕ МЫШЛЕНИЕ	271
Все рынки взаимосвязаны.....	271
Глобальная торговля усиливает влияние обменных курсов	272
Развивающиеся рынки	273
Больше внимания взаимодействию секторов	274
Межрыночная модель не статична	275
Нарушение взаимосвязи облигаций и акций.....	275
Зачем изучать историю	275
Не очень хорошее десятилетие после каждого бума на фондовом рынке	276
Межрыночные аспекты технического анализа	279
Необходимость улучшения периферического зрения.....	280
Межрыночный анализ — этап в эволюции	280
Еще многому нужно научиться	281

ПРИЛОЖЕНИЕ	283
Глобальные тренды 2003 г.	283
Китай покупает сырьевые товары в Латинской Америке	284
Промышленные металлы лидируют в ралли сырьевых товаров в 2003 г.	284
Межрыночные тренды в 2003 г. благоприятны для акций и сырьевых товаров	285
Переход к гибким валютным курсам способствует росту иены	285
Хороший сентябрьский отчет по рынку труда стимулирует рост акций, но вредит золоту	286
Графики в октябре 2003 г.	287
Предметный указатель	295

БЛАГОДАРНОСТИ

Я благодарю всех, кто помогал выпустить эту книгу: Памелу ван Гиссен, ответственного редактора Wiley, которая уговорила меня взяться за перо; Дженнифер Макдональд и Джоанну Померанц, стараниями которых все оказалось на своих местах; Хайди Шелтон и Пита Бемера из Stockcharts.com за превосходные графики; Джона Кардера из Topline Investment Graphics за инновационное представление исторических графиков; Тима Мэрфи за его помощь в оформлении обложки и в компьютерной графике; рыночных аналитиков, великодушно позволивших использовать результаты их работы, в том числе Неда Дейвиса, Кена Фишера, Айана Гордона, Мартина Принга и Сэма Стоуволла. И наконец, я признателен семейству Мактулсов, которое поддерживало меня морально на протяжении всей работы над книгой.

ВВЕДЕНИЕ В МЕЖРЫНОЧНЫЙ АНАЛИЗ

В 1990 г. я закончил книгу, озаглавленную «Межрыночный технический анализ: торговые стратегии для мировых рынков акций, облигаций, товаров и валют»*. Мне хотелось показать, как тесно связаны между собой финансовые рынки на национальном и глобальном уровне. Книга подчеркивала, что техническим аналитикам необходимо расширить поле зрения и учитывать **межрыночные** взаимосвязи. Анализ рынка акций, например, без рассмотрения трендов на рынках доллара, облигаций и сырьевых товаров просто неполон. Финансовые рынки можно использовать как опережающие индикаторы других рынков и иногда как подтверждающие индикаторы взаимосвязанных рынков. Поскольку идея этой книги отрицала привычную для сообщества технических аналитиков концентрацию на *отдельном рынке*, некоторые сомневались, может ли новый подход применяться в техническом анализе. Многие спрашивали, существуют ли вообще межрыночные взаимосвязи и могут ли они использоваться в процессе прогнозирования. На возможность взаимосвязи глобальных рынков также смотрели скептически. Как все изменилось всего лишь за десятилетие!

Межрыночный анализ в настоящее время считается одним из направлений технического анализа и становится все более популярным. В 2002 г. журнал *Journal of Technical Analysis* провел опрос членов Ассоциации технических аналитиков с целью оценки относительной важности технических дисциплин для учебного курса технического анализа. Межрыночный анализ занял пятое место среди 14 дисциплин. За 10 лет идея межрыночного взаимодействия проделала большой путь.

СОБЫТИЯ 1980-х гг.

В моей предыдущей книге внимание было сконцентрировано на событиях 1980-х гг., начиная с *обвала товарных рынков*. Он завершил период

* Джон Дж. Мэрфи. Межрыночный технический анализ: Торговые стратегии для мировых рынков акций, облигаций, товаров и валют: Пер. с англ. — М.: Диаграмма, 2002.

гиперинфляции 1970-х гг., когда физические активы такие, как сырьевые товары стремительно росли, а бумажные активы (такие, как облигации и акции) падали. Пришедшийся на 1980 г. пик товарного рынка стал началом 20-летнего дефляционного тренда, который совпал с сильным ростом рынков облигаций и акций. Самое заметное финансовое событие 1980-х гг. — крах фондового рынка в 1987 г. — является хрестоматийным примером взаимодействия рынков и показывает, как важно уделять внимание взаимосвязанным рынкам. Скачок цен на сырьевые товары и обвал цен на облигации в первой половине 1987 г. прямо сигнализировали о надвигающемся падении фондового рынка во второй половине этого года. Три года спустя, в 1990 г., когда предыдущая книга была отправлена в печать, глобальные финансовые рынки только начинали реагировать на иракское вторжение в Кувейт, которое произошло в августе. Цены на золото и нефть резко выросли, а фондовые рынки упали по всему миру. Примечательно, что 13 лет спустя (в начале 2003 г.) рыночные аналитики в ожидании новой войны в Ираке активно изучали реакцию рынка в 1990–1991 гг. в поисках параллелей. История повторяется даже в сфере межрыночного взаимодействия.

СХЛОПЫВАНИЕ ЯПОНСКОГО ПУЗЫРЯ В 1990 г.

Последствия другого заметного события, которое произошло в начале 1990-х гг., ощущаются на глобальном уровне даже спустя более 10 лет. Тогда лопнул пузырь на японском фондовом рынке. Его крах стал началом 13-летнего падения этого рынка (который представлял вторую по величине экономику мира) и периода *дефляции* (снижения цен на товары и услуги). Десятилетием позже западные центральные банки обратились к японской модели дефляции в поисках путей борьбы с нарастающими дефляционными процессами в экономике западных стран. Некоторые из графиков, представленных в данной книге, также подкрепляют мнение о том, что дефляция в Японии была одним из основных факторов *нарушения связи* между облигациями и акциями в США годом позже, когда рост цен на облигации, начавшийся в 2000 г., совпал с падением цен на акции.

ТРЕТЬЯ ГОДОВЩИНА РЫНОЧНОГО ПИКА 2000 г.

10 марта 2003 г. отметили третью годовщину схлопывания пузыря Nasdaq, которое ознаменовало начало худшего медвежьего рынка за последние десятилетия. Падение индекса S&P 500 на 50% было самым

сильным с 1974 г. Потеря индексом Nasdaq 78% была наибольшей со времен краха фондового рынка в 1929–1932 гг. в разгар Великой депрессии. Историкам рынка пришлось вернуться к изучению этих двух периодов, для того чтобы получить определенное представление о поведении рынка. Сравнение, однако, осложнялось тем, что экономические причины были разными. Падение фондового рынка в 1970-х гг. было связано с ростом цен на сырьевые товары и гиперинфляцией, в то время как падение цен на акции в 1930-е гг. происходило в условиях экономической дефляции. Хотя обе ситуации плохо сказываются на акциях, дефляции сложнее противодействовать.

В 1998 г. слово *дефляция*, которого не слышали с 1930-х гг., зазвучало вновь. Это произошло в результате азиатского валютного кризиса, который охватил мир в 1997 и 1998 гг. За пять лет дефляция вышла за пределы Азии и поразила рынки облигаций и акций во всем мире, включая США. Она сильнее, чем какой-либо другой фактор, изменила межрыночные взаимосвязи, существовавшие на протяжении предыдущих 40 лет. Именно эти изменения заставили меня написать эту книгу — нужно было показать, что продолжает работать в соответствии со старой межрыночной моделью, а что нет. Межрыночный анализ основан на взаимодействиях (или взаимосвязях) между рынками. Однако ситуация в этой сфере не является статической. Взаимосвязи между финансовыми рынками могут меняться со временем. Изменения при этом носят не случайный характер — у них, как правило, есть веское основание. Главной причиной некоторых из них, начавшихся в конце 1990-х гг., была растущая угроза дефляции.

ДЕФЛЯЦИОННЫЙ СЦЕНАРИЙ

Новую редакцию книги «Технический анализ финансовых рынков»* 1999 г. я дополнил главой о межрыночном анализе, в которой рассматривались исторические взаимосвязи, действовавшие на протяжении нескольких десятилетий. Я также добавил новый раздел под названием «Дефляционный сценарий». В нем описывался обвал азиатских валютных и фондовых рынков, начавшийся в середине 1997 г. Резкое падение сказалось особенно негативно на глобальных товарных рынках, таких как рынки меди, золота и нефти. Впервые за долгое время аналитики забеспокоились, что благоприятная эпоха *замедления инфляции* (когда цены растут более низкими темпами) закончится и наступит период пагубной *дефляции* (когда

* Джон Дж. Мэрфи. Технический анализ финансовых рынков: Полный справочник по методам и практике трейдинга: Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2012.

цены на товары реально снижаются). Реакция рынков на эту первоначальную угрозу дефляции определила модель межрыночных взаимодействий на последующие пять лет. Цены на сырьевые товары падали, а цены на облигации росли. В этом не было ничего нового — падение цен на сырьевые товары обычно приводит к росту цен на облигации. Что изменилось, так это взаимосвязь между облигациями и акциями. На протяжении 1998 г. акции повсеместно продавались, а деньги перетекали в казначейские облигации США в поисках безопасного пристанища. Другими словами, акции падали, в то время как облигации росли. Это было необычно и представляло собой крупнейшее изменение в межрыночной модели. Замедление инфляции (которое наблюдалось с 1981 по 1997 г.) неблагоприятно отражается на сырьевых товарах, но хорошо влияет на облигации и акции. Дефляция (которая началась в 1998 г.) обычно положительно влияет на облигации и отрицательно на сырьевые товары, но в этот раз она неблагоприятно отразилась и на акциях. В условиях дефляции цены облигаций растут, а процентные ставки снижаются. Снижение процентных ставок, однако, не поддерживает акции. Именно поэтому неоднократные снижения процентных ставок, осуществленные Федеральной резервной системой (ФРС) на протяжении 18 месяцев после января 2001 г., так и не остановили падения фондового рынка, который прошел пик в начале 2000 г.

МЕЖРЫНОЧНАЯ МОДЕЛЬ В ПЕРИОД С 1980 ПО 1997 г.

Эта книга открывается кратким обзором 1980-х гг. с акцентом на значительных межрыночных изменениях, которые обусловили начало величайшего в истории бычьего рынка акций. Мы еще раз проанализируем крах фондового рынка в 1987 г. из-за его значимости для развития межрыночной теории и его роли при воплощении этой теории в реальность. Медвежий рынок 1990 г. только начинался, когда я закончил мою предыдущую книгу. Мы рассмотрим этот год более подробно, особенно учитывая его связь с глобальными событиями, произошедшими 13 лет спустя. Традиционные межрыночные взаимосвязи сохранялись во время падения рынка в 1994 г. и далее вплоть до 1998 г.

ПЕРЕМЕНЫ 1998 г.

Оставшаяся часть этой книги посвящена событиям, произошедшим на рынке с 1998 г. Этот год ознаменовался массой изменений

в межрыночной модели. Мы исследуем рыночные силы, которые привели к схлопыванию пузыря на фондовом рынке весной 2000 г., и последующий трехлетний спад. С 1998 г. дефляция играет ключевую роль. Глобальные рынки приобрели очень тесную взаимосвязь в конце 1990-х гг. и в первые три года нового тысячелетия. Это произошло главным образом из-за чрезмерного инвестирования в акции технологических компаний на последних этапах раздувания пузыря Nasdaq и глобального обвала после его схлопывания. Дефляционные тенденции также имели глобальный характер. Тот факт, что после 2000 г. рухнули практически все мировые рынки, заставил усомниться в целесообразности *глобальной диверсификации* (когда инвестирование в акции осуществляется на иностранных рынках для снижения общего риска). Когда медвежьи настроения на фондовых рынках становятся глобальными, падают все мировые рынки. Именно так было во время обвала 1987 г., а затем после 2000 г. Это еще одно проявление межрыночной реальности — глобальности характера нынешних финансовых трендов: направления движения фондовых рынков, процентных ставок и валютных рынков, инфляционных и дефляционных процессов.

РОЛЬ НЕФТИ

В 1999 г. рост цен на нефть спровоцировал ряд событий, которые привели к началу медвежьего рынка весной 2000 г. и рецессии годом позже, весной 2001 г. Рост цен на нефть был одной из причин практически всех рецессий в США в последние 40 лет. Не стал исключением и 1999 г. Скачок цен на нефть заставил ФРС поднять процентные ставки и, таким образом, внести вклад в завершение самого продолжительного после 1960-х гг. экономического подъема. Действия ФРС привели к формированию в начале 2000 г. *обратной кривой доходности*, которая является классическим признаком слабости фондового рынка и надвигающегося спада. Все эти тенденции отчетливо прослеживались на графиках движения цен того времени, что демонстрируется в книге. К сожалению, экономическое сообщество, включая большинство аналитиков с Уолл-стрит, либо не заметило классические сигналы, либо решило их проигнорировать.

Еще одним отличием от моей предыдущей книги является более важная роль, которую играет в межрыночных взаимодействиях *ротация секторов*. В разных точках экономического цикла лидируют разные секторы фондового рынка. В 1999 г. сильнейшим сектором рынка были акции нефтяных компаний. Это обычно плохой знак для экономики

и фондового рынка. Вы увидите, насколько ценными были «секторные сигналы» в решающих 1999 и 2000 гг., и как некоторые «защитные» рыночные секторы начали новый восходящий тренд, когда индекс Nasdaq достиг своего максимума.

ВОЗРОЖДЕНИЕ ЗОЛОТА

На протяжении 20 лет, с 1980 по 2000 г., золото демонстрировало сильный нисходящий тренд. Это объясняется тем, что эти два десятилетия были дефляционными и что золото обычно показывает низкие результаты в периоды бычьего рынка акций. Золото покупают главным образом во время кризисов, а в условиях сильного бычьего тренда на фондовом рынке в нем особой нужды нет. Сильный доллар на протяжении большей части этих лет также снижал интерес к золоту. Ситуация начала меняться в 2000 г. В этот переломный год закончилось 20-летнее бычье движение фондового рынка. Одновременно прекратился и рост доллара, продолжавшийся семь лет. Эти два фактора совместно подогрели слабый рынок золота. На протяжении последующих трех лет акции золотодобывающих компаний были самым результативным сектором фондового рынка. Интересно отметить, что ралли золота началось в 2000 г. как раз в то время, когда разговоры о дефляции стали звучать громче. Это озадачило инвесторов, которые считали, что золото может использоваться только для антиинфляционного хеджирования. Акции золотодобывающих компаний демонстрировали очень хорошие результаты в дефляционной атмосфере 1930-х гг. Золото исторически играло роль средства сохранения капитала во времена экономических потрясений. Другой причиной популярности золота во время дефляции были попытки ФРС *стимулировать* экономический рост. ФРС ослабляла доллар в расчете на небольшую инфляцию, и это толкало цену на золото вверх. Такой подход применялся в 1930-х гг. и в более близкое к нам время — в начале 2000-х гг. Он сработал в 1930-е гг. и, казалось, должен был дать результат 70 лет спустя.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКТИВОВ И ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ПРОГНОЗИРОВАНИЕ

Межрыночные взаимосвязи очень полезны в областях распределения *активов* и экономического прогнозирования. Давно признано, что фондовый рынок является опережающим индикатором экономики.

Классическим примером является пик американского рынка в марте 2000 г. Экономическому миру потребовался год, для того чтобы официально объявить о начале рецессии в США. Рынки могут заглядывать вперед и «учитывать» экономические тенденции вплоть до шести месяцев. Это относится ко всем рынкам, включая рынки доллара, облигаций и сырьевых товаров. Сырьевые товары подают упреждающие сигналы о дефляционных или инфляционных трендах. То же самое делает и доллар. Направление движения облигаций показывает, растут или снижаются процентные ставки, что говорит многое о силе или слабости экономики. И все эти тенденции впоследствии сказываются на направлении движения экономики и фондового рынка.

Еще важнее то, что межрыночные взаимосвязи помогают определить, какая часть финансового спектра открывает наилучшие возможности для получения прибыли. Например, в 2000–2002 гг. дефляционные тенденции делали облигации гораздо более сильным классом активов, чем акции. В то же время падение доллара превратило золото в привлекательную альтернативу акциям. Представление этих межрыночных трендов в графической форме повышает шансы инвесторов на выбор правильного класса активов в правильное время и на отказ от неправильного класса активов.

К концу 2002 г. долгосрочные межрыночные графики указывали на то, что впервые за 20 лет *физические активы* (такие, как золото и другие сырьевые товары) начали превосходить *бумажные активы* (такие как облигации и акции). Графики также показывали, что домостроительный сектор был одним из немногих светлых пятен на фоне неутешительного состояния фондового рынка и застойной экономики. Межрыночный анализ говорил, что устойчивость инвестиционных трастов недвижимости и домостроительных компаний тесно связана с историческим снижением процентных ставок до самого низкого уровня за 45 лет. На графиках также было видно, что в 2003 г. начался переток капитала из облигаций обратно в акции впервые за три года. Это положительно влияло на фондовый рынок и экономику и одновременно указывало на то, что всплеск спроса на казначейские облигации близится к завершению. Слабость доллара и повышение цен на сырьевые товары также создавали угрозу роста долгосрочных процентных ставок. Это могло плохо сказаться на домостроительном секторе, который процветал во время падения долгосрочных ставок. Хотя никто не может гарантировать продолжения таких тенденций, они являются примерами того, какую роль знание межрыночных взаимосвязей может играть в экономическом анализе и распределении активов.

ЗНАЧЕНИЕ ГРАФИКОВ

Все это может показаться похожим на экономическую теорию. Отчасти это действительно так, поскольку межрыночный анализ основан на экономических принципах. Тем не менее его нельзя считать теорией. Межрыночное взаимодействие определяется рынками. В отчете о прибылях и убытках нет ничего теоретического. Экономисты смотрят на статистику, чтобы определить направление развития экономики и на основании этого сделать вывод о направлении движения финансовых рынков. Графические аналитики смотрят на сами рынки. В этом и заключается основное различие. В то время как экономическая статистика обычно *запаздывает*, рынки смотрят *вперед*. Это очень похоже на сравнение преимуществ использования запаздывающего и опережающего индикаторов. При наличии выбора большинство людей предпочли бы опережающий индикатор. В этом заключается сама идея технического анализа. Одним из основных положений технического подхода является то, что ценовое движение на каждом рынке (и каждой акции) также является опережающим индикатором его фундаментальных показателей. В этом плане графический анализ представляет собой сокращенную форму экономического и фундаментального анализа. Именно поэтому межрыночный аналитик использует графики.

Другая причина, по которой графические аналитики имеют такие большие преимущества при исследовании межрыночного взаимодействия, заключается в том, что у них есть возможность рассматривать множество разных рынков. Графики сильно упрощают эту задачу. Кроме того, для графического анализа не нужно быть специалистом по какому-либо рынку. Требуется лишь умение определять, куда движется график, вверх или вниз. Межрыночный анализ — это шаг дальше, он позволяет определить, как движутся два взаимосвязанных рынка, в одном направлении или в противоположных. Какие графики сопоставляются, не имеет значения: золото, доходность облигаций, доллар, DJIA или японский фондовый рынок. Для межрыночного анализа также не обязательно быть специалистом. Необходимо лишь умение отличать движение вверх от движения вниз, ну и, конечно, здравый смысл.

ЭКСКУРС В 1980-е гг.

Чтобы понять кардинальные изменения на финансовых рынках, произошедшие в 1980-е гг., нужно представлять, какой была ситуация в 1970-х гг. В том десятилетии произошел без преувеличения взрывной рост цен на товарных рынках, который привел к раскручиванию спирали инфляции и повышению процентных ставок. С 1971 по 1980 г. индекс CRB, рассчитываемый компанией Commodity Research Bureau и представляющий собой корзину цен на сырьевые товары, вырос на 250%. За этот же период доходность облигаций увеличилась на 150%, а их цена соответственно понизилась. На рис. 1.1 показана тесная корреляция индекса CRB и доходности 10-летних казначейских облигаций в 1973–1987 гг. Долгосрочные процентные ставки росли вместе с сырьевыми товарами на протяжении инфляционных 1970-х гг. и падали вместе с ними в 1980-е гг., когда наблюдалось замедление темпов инфляции.

1970-е гг. были не самыми удачными и для акций. Индекс DJIA начал десятилетие со значением около 1000 и закончил его примерно на том же уровне. В середине этого 10-летнего периода стагнации фондового рынка DJIA потерял почти половину своей величины. 1970-е гг. были десятилетием материальных активов; бумажные активы не пользовались популярностью. К концу десятилетия цены на золото превысили \$700 за унцию. Слабый доллар также внес свою лепту в раскручивание спирали цен на золото и другие сырьевые товары и в ослабление облигаций и акций. Ситуация начала меняться в 1980 г., когда лопнул пузырь на товарных рынках. На рис. 1.2 представлено отношение индекса DJIA к цене золота. Падение этого коэффициента в 1970-е гг. отражает опережающий рост цен золота и других физических активов в это инфляционное десятилетие. Коэффициент достиг минимума в 1980 г., после того как золото прошло пик. В 1982 г. индекс DJIA также достиг дна.

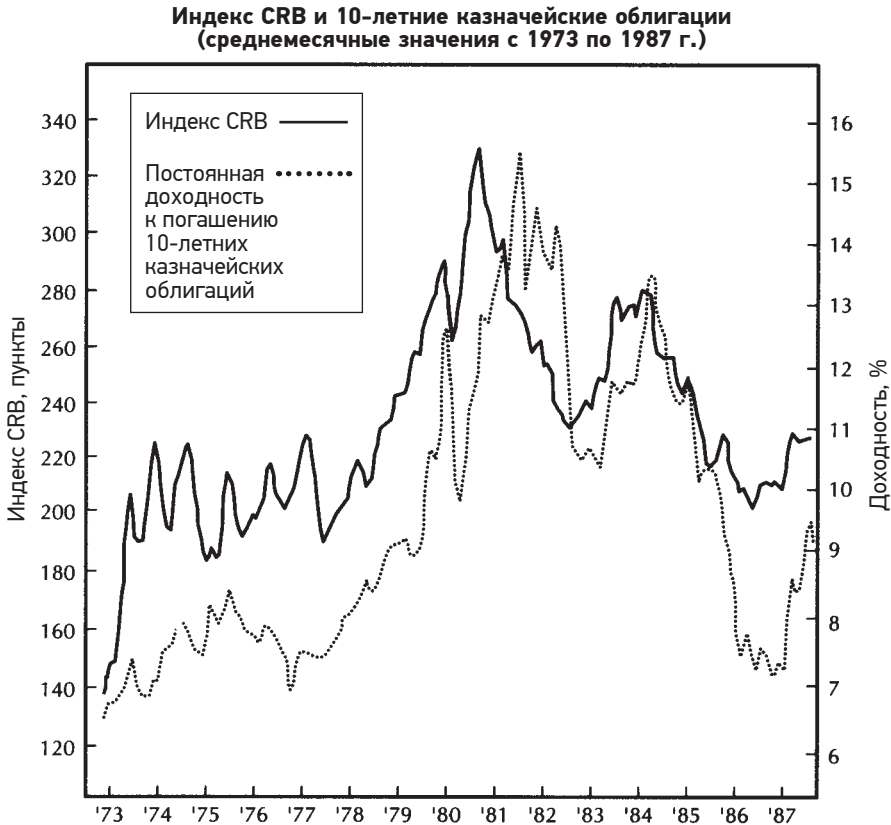


Рис. 1.1. Положительная корреляция индекса CRB и 10-летних казначейских облигаций в 1973–1987 гг.

ПИК СЫРЬЕВЫХ ТОВАРОВ В 1980 г.

В конце 1980 г. внезапно лопнул пузырь цен на сырьевые товары. Индекс CRB развернулся на рекордной отметке в 330 пунктов и начал 20-летнее падение, во время которого он потерял половину своей величины. В течение этих же 20 лет цены на золото упали с \$ 700 до \$ 250, потеряв более 60%. (Лишь после того, как фондовый рынок достиг максимума в 2000 г., появились признаки того, что 20-летняя «медвежья спячка» золота закончилась.) Пик товарных рынков в 1980 г. положил конец инфляционной спирали 1970-х гг. и возвестил начало эры снижения инфляции (или замедления ее темпов), которая продолжалась до конца XX в. На рис. 1.3 показан резкий рост ряда товарных индексов в 1970-е гг. и главный пик, который пришелся на 1980 г. На протяжении следующих 20 лет цены на сырьевые товары падали.

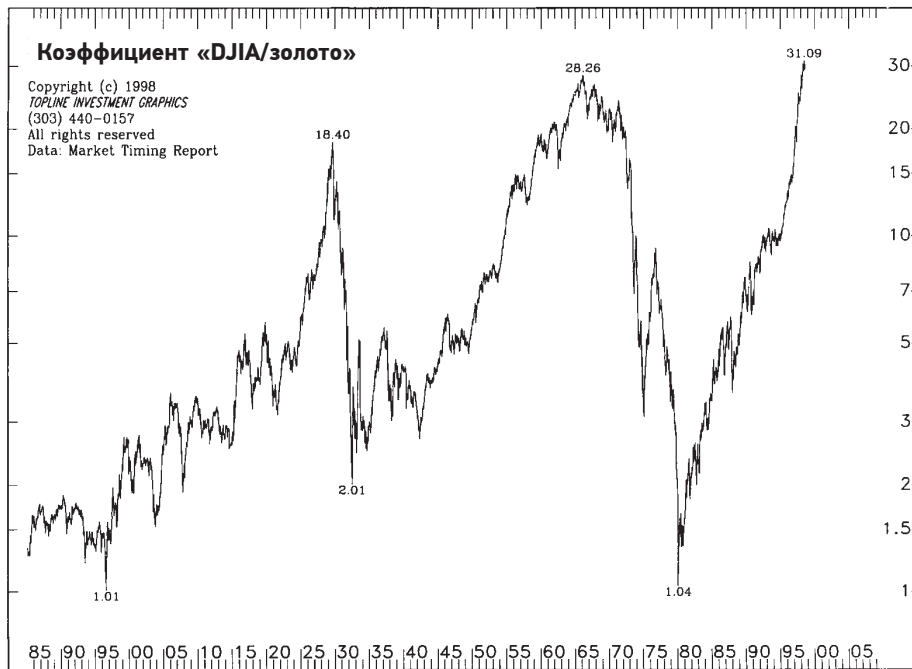


Рис. 1.2. Падение коэффицента в 1970-е гг. отражает опережающий рост цены золота на протяжении этого инфляционного десятилетия

В 1980 г. еще один финансовый рынок совершил резкий разворот, который был во многом связан с пиком сырьевых товаров. Это был рынок доллара США.

ДОЛЛАР ДОСТИГАЕТ ДНА В 1980 г.

Американский доллар достиг дна в 1980 г. и вдвое увеличился в цене за последующие пять лет. Одним из ключевых моментов межрыночного взаимодействия является *обратная* зависимость между ценами на сырьевые товары и долларом США. Падение доллара по своей природе является инфляционным и обычно совпадает с ростом цен на сырьевые товары (особенно на золото). Рост доллара имеет обратный эффект и способствует снижению цен на сырьевые товары и золото. Именно поэтому значительный рост американской валюты в 1980 г. был таким важным компонентом исторического перехода от гиперинфляции к замедлению темпа роста цен, которое было характерно для следующих 20 лет. (Резкое падение американского доллара,

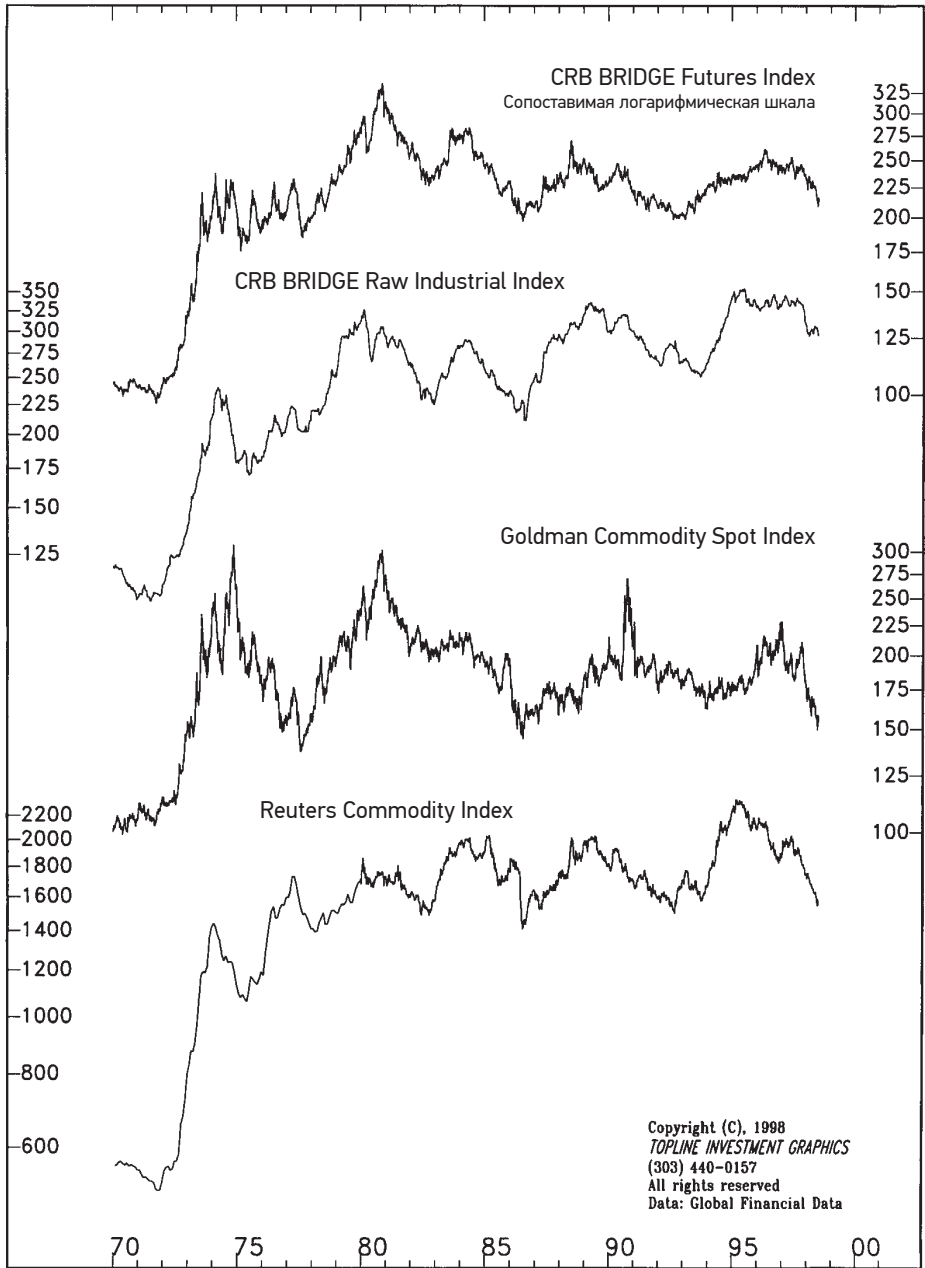


Рис. 1.3. Ряд товарных индексов демонстрировали резкий рост в 1970-е гг. и достигли главного пика в 1980 г.

начавшееся в 2002 г., способствовало значительному росту золота и других сырьевых товаров.)

ОБЛИГАЦИИ ДОСТИГАЮТ ДНА В 1981 г.

Еще один из ключевых моментов межрыночного взаимодействия — это взаимосвязь цен облигаций и сырьевых товаров. Они движутся в противоположных направлениях. Рост цен сырьевых товаров (например, наблюдавшийся в 1970-е гг.) указывает на усиление инфляционного давления, которое приводит к повышению процентных ставок и снижению цен облигаций. (Цены облигаций и доходность облигаций движутся в противоположных направлениях.) Цены сырьевых товаров нередко меняют направление раньше облигаций, что делает их опережающими индикаторами важных точек разворота. В начале 1980-х гг. сырьевые товары падали на протяжении года, прежде чем рынок облигаций пошел вверх.

Во второй половине 1981 г. доходность облигаций достигла примерно 15%. За пять лет она упала до половины этого значения (7%), что стало причиной существенного подъема цен облигаций. Направление изменилось. Фондовый рынок, который на протяжении 10 лет сдерживался растущими процентными ставками, вскоре получил сильный импульс от падения доходности облигаций (и роста цен на облигации).

АКЦИИ ДОСТИГАЮТ ДНА В 1982 г.

Летом 1982 г., спустя год после того, как рынок облигаций достиг дна, начался крупнейший рост на протяжении всей истории фондового рынка, который продлился почти два десятилетия. Тот факт, что рынок облигаций достиг дна раньше акций, также является частью нормальной модели. Рынок облигаций, который и до этого разворачивался раньше рынка акций, может, таким образом, рассматриваться как опережающий индикатор для фондового рынка. Межрыночный сценарий полностью развернулся в начале 1980-х гг. Физические активы (такие, как сырьевые товары) падали, в то время как бумажные активы (облигации и акции) снова начали пользоваться спросом.

Этот разворот был одним из ярких примеров реализации межрыночного взаимодействия. Обратите внимание, что в нем участвовали четыре рынка: валютный, сырьевой, облигаций и акций. Все четыре рынка сыграли важную роль в переходе от инфляционных 1970-х гг. к 1980-м гг., для которых было характерно замедление инфляции. Рассмотрим основные правила взаимодействия финансовых рынков друг с другом, которые составляют основу межрыночного анализа.

КАК ВЗАИМОСВЯЗАНЫ ЧЕТЫРЕ РЫНКА

Межрыночный анализ предполагает одновременное исследование четырех финансовых рынков — валютного, товарного, облигаций и акций. Именно характер взаимодействия этих четырех рынков друг с другом определяет их прогностическую ценность. Вот как они взаимодействуют.

- Американский доллар движется в противоположном направлении относительно сырьевых товаров.
- Падение доллара приводит к росту сырьевых товаров; рост доллара — к снижению.
- Цены сырьевых товаров движутся в противоположном направлении относительно цен облигаций.
- Следовательно, цены сырьевых товаров движутся в том же направлении, что и процентные ставки.
- Рост цен сырьевых товаров совпадает с ростом процентных ставок и падением цен облигаций.
- Падение цен сырьевых товаров совпадает с падением процентных ставок и ростом цен облигаций.
- Цены облигаций обычно движутся в том же направлении, что и цены акций.
- Рост цен облигаций обычно положительно влияет на акции; падение цен облигаций оказывает отрицательное воздействие.
- Следовательно, падение процентных ставок обычно положительно влияет на акции, в то время как рост ставок оказывает отрицательное воздействие.
- Рынок облигаций обычно меняет направление раньше рынка акций.
- Рост доллара благоприятен для американских акций и облигаций, а падение доллара может быть неблагоприятным.
- Падение доллара оказывает отрицательное воздействие на облигации и акции, когда растут цены сырьевых товаров.
- Во время дефляции (которая случается относительно редко) цены облигаций растут, а цены акций падают.

Здесь перечислены ключевые взаимодействия четырех рынков, по крайней мере, когда они находятся в обычной инфляционной или дефляционной среде, которая существовала во второй половине прошлого века. Это было особенно справедливо в 1970-х, 1980-х и на протяжении большей части 1990-х гг. (Последний пункт, который относится к дефляции, не был характерен для послевоенной эпохи. Далее в книге я объясню, как дефляционные тенденции, проявившиеся в 1997 и 1998 гг.,

изменили нормальную взаимосвязь между облигациями и акциями.) Имея общее представление о межрыночных взаимодействиях, легко заметить, насколько хорошо рынки следовали сценарию в начале 1980-х гг. Рост доллара привел к падению сырьевых товаров, что в свою очередь привело к росту цен облигаций, за которым последовал рост цен акций. Ситуация практически не менялась вплоть до 1987 г.

НОВЫЙ КРАХ ФОНДОВОГО РЫНКА В 1987 г.

Обвал рынка во второй половине 1987 г. был еще более ярким примером значимости понимания межрыночных взаимосвязей. Несмотря на его непродолжительность, последствия были масштабными и болезненными. Коллапс буквально ошеломил тех, кто игнорировал поведение взаимосвязанных рынков в первой половине года. Козлы отпущения виделись в *программной торговле* и *страховании портфелей* (стратегии с использованием фьючерсов, которые могут усиливать падение фондового рынка). Хотя эти два фактора, несомненно, увеличили крутизну падения фондового рынка, не они были его причиной. Реальную причину краха фондового рынка в том году объяснить гораздо легче, если смотреть на ситуацию с межрыночной точки зрения. Он начался на рынках облигаций и сырьевых товаров еще весной.

РОСТ СЫРЬЕВЫХ ТОВАРОВ И ПАДЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ ВЕСНОЙ 1987 г.

На протяжении четырех лет после 1982 г. двумя основными факторами, поддерживавшими устойчивый рост фондового рынка, были падение цен сырьевых товаров (низкая инфляция) и рост цен облигаций (падение процентных ставок). В 1986 г. оба этих рынка начали выравниваться, цены сырьевых товаров перестали идти вниз, а цены облигаций перестали подниматься. Однако межрыночная картина реально не была опасной вплоть до весны 1987 г. В апреле этого года индекс CRB резко устремился вверх и достиг самого высокого уровня в году, цены же облигаций практически начали свободное падение. (Рост цен сырьевых товаров обычно приводит к снижению цен облигаций). Изменение этого межрыночного тренда привело к исчезновению двух бычьих факторов, толкавших фондовый рынок вверх, и стало ранним сигналом того, что подъем рынка имел под собой довольно слабое основание. На рис. 1.4 показана обратная зависимость между ценами облигаций и сырьевых

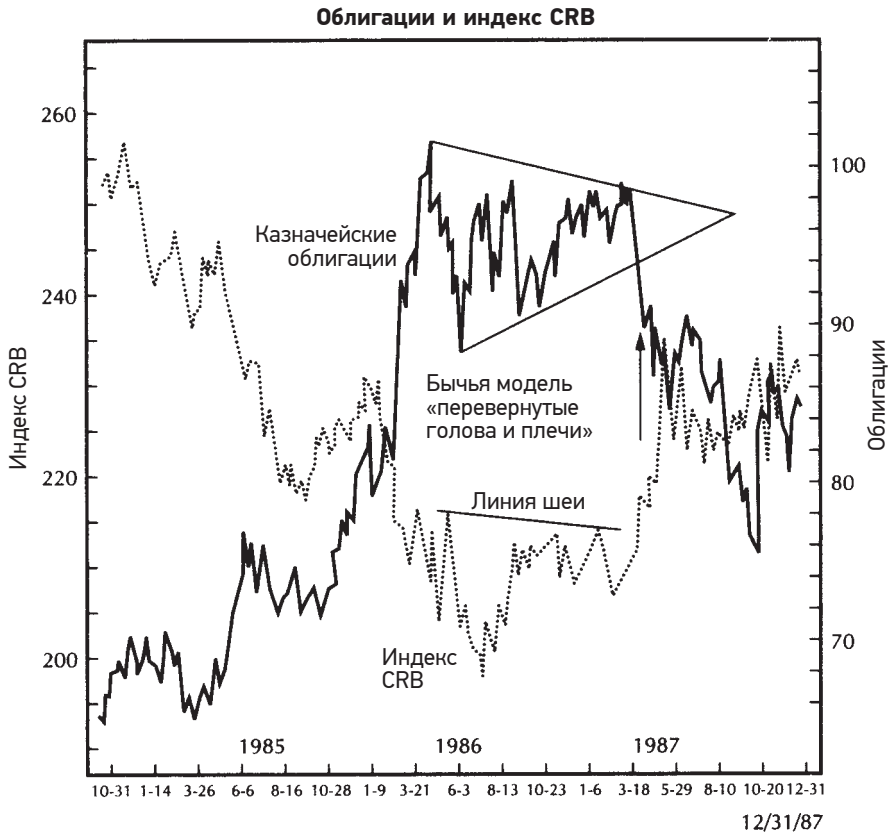


Рис. 1.4. Обратная зависимость между ценами облигаций и сырьевых товаров прослеживалась в период с 1985 по 1987 г. Обвал рынка облигаций весной 1987 г. совпал с бычьим прорывом на товарных рынках

товаров в период с 1985 по 1987 г. На нем видно, как индекс CRB поднимается выше линии *шеи* (линия тренда, проведенная выше предыдущих максимумов) весной 1987 г. (которая завершает бычью модель *перевернутые голова и плечи*), а цены облигаций выходят за пределы нижней линии тренда в годовой треугольной модели — это плохое сочетание для акций, поскольку оно предполагает, что растущая инфляция подтолкнет вверх процентные ставки.

АВГУСТОВСКИЙ ПИК ФОНДОВОГО РЫНКА

Подъем фондового рынка продолжался еще четыре месяца до августа 1987 г., пока он наконец не достиг максимума. Тот факт, что цены

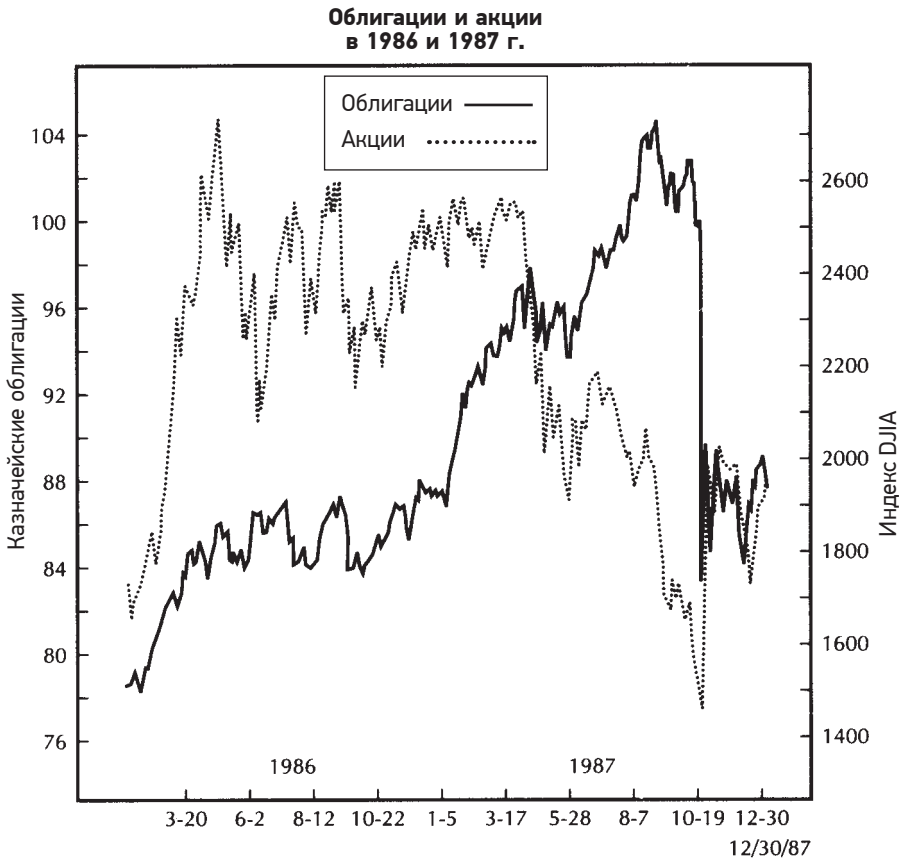


Рис. 1.5. Облигации и акции в 1986–1987 гг. Облигации обрушились в апреле 1987 г. и опередили августовский пик акций на четыре месяца

облигаций достигли максимума за четыре месяца до акций, указывает на тенденцию облигаций разворачиваться раньше акций. Еще раз подчеркну, что облигации считаются опережающим индикатором движения акций. На рис. 1.5 показано расхождение между ценами облигаций и акций с весны 1987 г. (когда облигации достигли максимума) до августа (когда акции достигли максимума). Облигации выполнили свою роль опережающего индикатора для акций. К октябрю доходность облигаций перевалила за 10%. Скорее всего, именно этот скачок процентных ставок до двузначного уровня стал основной причиной октябрьского обвала рынка акций. На рис. 1.6 видно, что резкое падение акций в октябре 1987 г. произошло сразу после того, как доходность облигаций превысила 10%. Определенный вклад, конечно, внес и американский доллар.

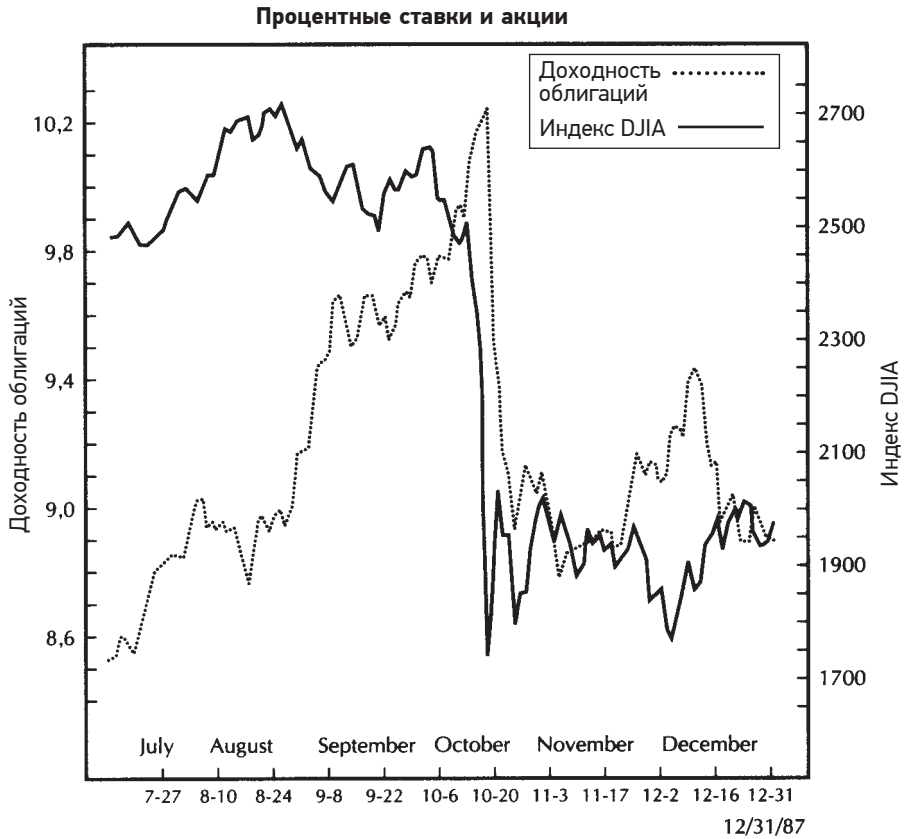


Рис. 1.6. Резкий рост доходности облигаций летом и осенью 1987 г. оказал медвежье влияние на акции. С июля по октябрь этого года доходность казначейских облигаций выросла с 8,5 более чем до 10,0%. Скачок доходности облигаций сопровождался обвалом фондового рынка и ростом товарных рынков

ДОЛЛАР ПАДАЕТ ВМЕСТЕ С АКЦИЯМИ

Доллар, который падал в начале года, в мае начал восстанавливаться, и ралли продолжалось на протяжении лета. Отскок закончился в августе, когда фондовый рынок достиг максимума. Затем оба рынка падали вместе. Вторая попытка роста доллара в октябре также не удалась, и его последующее падение практически совпало с крахом фондового рынка. Рисунок 1.7 демонстрирует тесную корреляцию между пиками доллара и акций в августе и октябре 1987 г. Рассмотрим последовательность событий, происходивших осенью 1987 г. Резкий рост товарных цен подогрел страхи относительно возврата инфляции. Одновременно процентные ставки взлетели до двузначных значений. Американский доллар