

ALPINA  
PROFESSIONAL

Джон Мэрфи

# МЕЖРЫНОЧНЫЙ АНАЛИЗ

Принципы взаимодействия  
финансовых рынков



[www.alpinabook.ru](http://www.alpinabook.ru)

Тренды отдельных рынков могут меняться, но их межрыночные взаимосвязи остаются довольно постоянными. Игре именно на этих взаимосвязях посвящена настоящая книга.



ОТКРОЙ СЧЕТ В FIBO  
ПОЛУЧИ БОНУС 25 %  
Промо-код: ВИ15052012

Подробнее: [www.fibo.ru/bonus](http://www.fibo.ru/bonus)

# **Джон Дж. Мэрфи**

# **Межрыночный анализ.**

# **Принципы взаимодействия**

# **финансовых рынков**

*Текст предоставлен издательством*

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=5393442](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=5393442)*

*Межрыночный анализ: Принципы взаимодействия финансовых рынков / Джон Мэрфи: Альпина Паблишер; Москва; 2012  
ISBN 978-5-9614-2717-2*

## **Аннотация**

Эта книга является обновленной версией выпущенного в 1991 г. бестселлера Мэрфи «Межрыночный технический анализ». Она открывается кратким обзором 1980-х гг. с акцентом на значительных межрыночных изменениях, которые обусловили начало величайшего в истории бычьего рынка акций. В оставшейся части рассматриваются события, произошедшие на рынке после 1998 г. Межрыночные взаимосвязи очень полезны в областях распределения активов и экономического прогнозирования. Еще важнее то, что они помогают определить, какая часть финансового спектра открывает наилучшие возможности для получения прибыли. Для межрыночного анализа не обязательно быть специалистом. Необходимо лишь

умение отличать движение вверх от движения вниз, ну и, конечно, здравый смысл.

Книга, написанная простым и понятным языком, адресована как специалистам в области инвестирования и трейдинга, так и индивидуальным инвесторам, а также тем, кто интересуется этими вопросами.

# Содержание

Благодарности	8
Введение в межрыночный анализ	9
События 1980-х гг.	11
Схлопывание японского пузыря в 1990 г.	13
Третья годовщина рыночного пика 2000 г.	14
Дефляционный сценарий	16
Межрыночная модель в период с 1980 по 1997 г.	18
Перемены 1998 г.	19
Роль нефти	21
Возрождение золота	23
Распределение активов и экономическое прогнозирование	25
Значение графиков	28
Глава 1. Экскурс в 1980-е гг.	30
Пик сырьевых товаров в 1980 г.	34
Доллар достигает дна в 1980 г.	37
Облигации достигают дна в 1981 г.	38
Акции достигают дна в 1982 г.	39
Как взаимосвязаны четыре рынка	40
Новый крах фондового рынка в 1987 г.	43
Рост сырьевых товаров и падение облигаций весной 1987 г.	44

Августовский пик фондового рынка	46
Доллар падает вместе с акциями	49
Крах рынка в 1987 г. был глобальным	52
Более поздние примеры глобальных взаимосвязей	54
Влияние доллара может запаздывать	57
Вперед и вверх в 1990 г.	62
Конец ознакомительного фрагмента.	63

# Джон Дж. Мэрфи

## Межрыночный анализ.

### Принципы взаимодействия финансовых рынков

Intermarket Analysis: Profiting from Global Market Relationships

John J. Murphy

Издано при содействии Международного Финансового Холдинга FIBO Group, Ltd.

Перевод ООО «ЛФ-ТИМ»

Редактор В. Ионов

Руководитель проекта А. Половникова

Корректор О. Ильинская

Компьютерная верстка С. Новиков

Дизайн обложки Креативное бюро «Говард Рорк»

© John J. Murphy, 2004

Опубликовано по лицензии John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Паблишер», 2012

© Электронное издание. «ЛитРес», 2013

**Мэрфи Дж.**

Межрыночный анализ: Принципы взаимодействия финансовых рынков / Джон Мэрфи; Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2012.

ISBN 978-5-9614-2717-2

*Все права защищены. Никакая часть электронного экземпляра этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.*

*Посвящается Энн, выдающейся поэтессе, и  
Тиму, выдающемуся брату*

# 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»<sup>1</sup>. 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!

---

<sup>1</sup> Джон Дж. Мэрфи. Межрыночный технический анализ: Торговые стратегии для мировых рынков акций, облигаций, товаров и валют: Пер. с англ. – М.: Диалог, 2002.

*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 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 протяже-

нии 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»<sup>2</sup> 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 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 облига-

---

<sup>2</sup> Джон Дж. Мэрфи. Технический анализ финансовых рынков: Полный справочник по методам и практике трейдинга: Пер. с англ. – М.: Вильямс, 2012.



ции 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 массовой 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 бы-

ли «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 причи-

ной 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 явля-

ются примерами того, какую роль знание межрыночных взаимосвязей может играть в экономическом анализе и распределении активов.

# Значение графиков

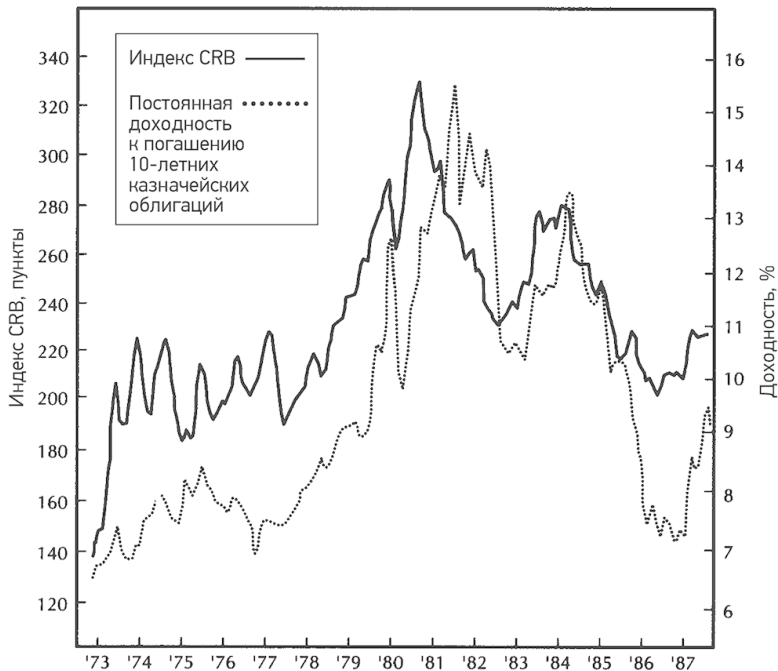
Все это может показаться похожим на экономическую теорию. Отчасти это действительно так, поскольку межрыночный анализ основан на экономических принципах. Тем не менее его нельзя считать теорией. Межрыночное взаимодействие определяется рынками. В отчете о прибылях и убытках нет ничего теоретического. 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.

# Глава 1. 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.

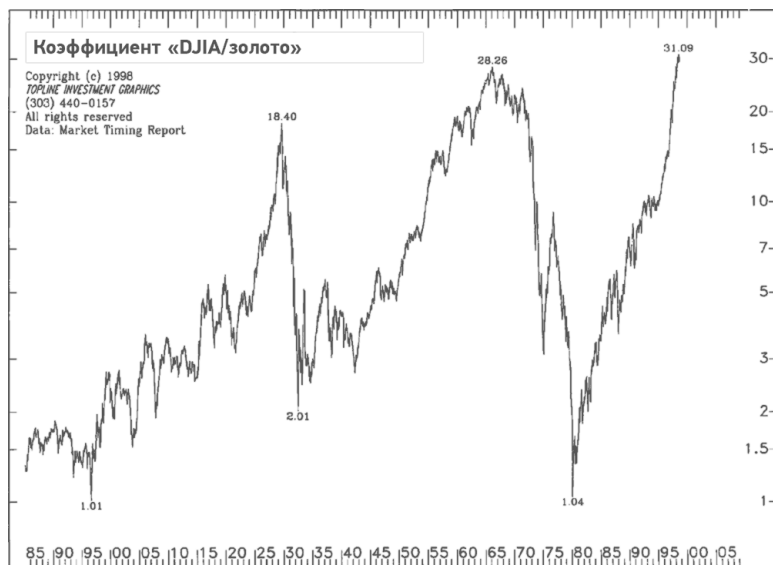
Индекс CRB и 10-летние казначейские облигации (среднемесячные значения с 1973 по 1987 г.)



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

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 пользова-

лись 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.

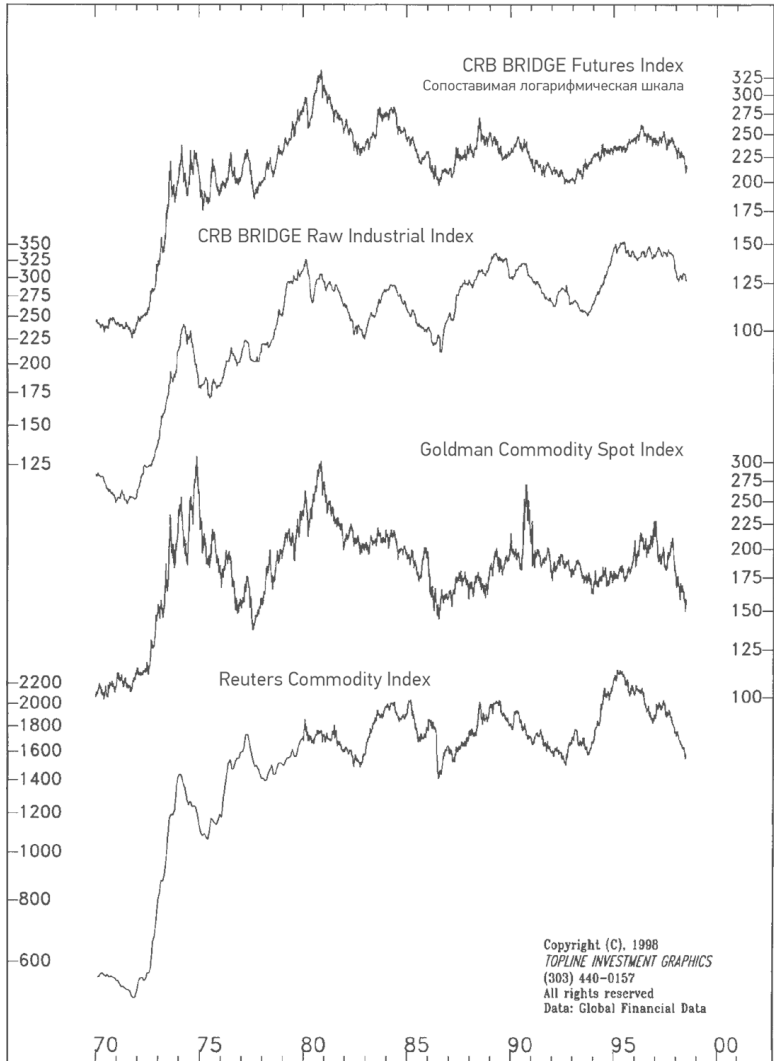




**Рис. 1.2.** Падение коэффициента в 1970-е гг. отражает опережающий рост цены золота на протяжении этого инфляционного десятилетия

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



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

## 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, 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 прогнозную 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 по-



ложительно 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 объясняю, 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 меня-

лась вплоть до 1987 г.

# Новый крах фондового рынка в 1987 г.

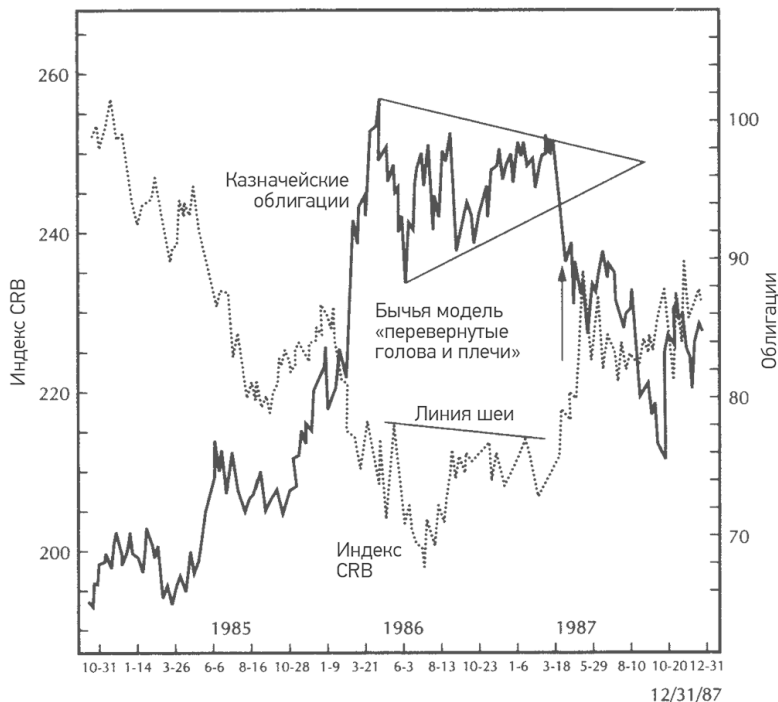
Обвал рынка во второй половине 1987 г. был еще более ярким примером значимости понимания межрыночных взаимосвязей. Несмотря на его непродолжительность, последствия были масштабными и болезненными. Коллапс буквально ошеломил тех, кто игнорировал поведение взаимосвязанных рынков в первой половине года. 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 посмотреть 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 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.

### Облигации и индекс CRB

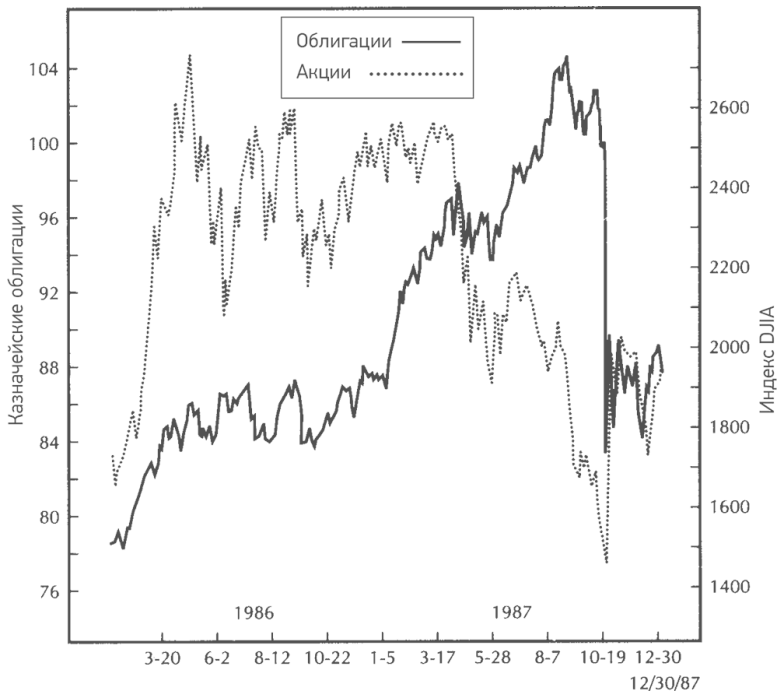


**Рис. 1.4.** Обратная зависимость между ценами облигаций и сырьевых товаров прослеживалась в период с 1985 по 1987 г. Обвал рынка облигаций весной 1987 г. совпал с бычьим прорывом на товарных рынках

# 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 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.

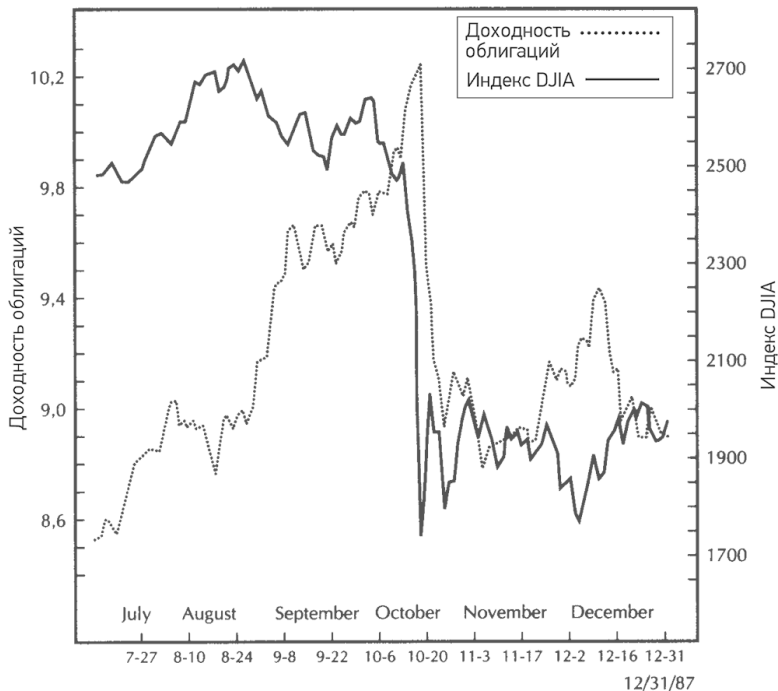
Облигации и акции в 1986 и 1987 г.



**Рис. 1.5.** Облигации и акции в 1986–1987 гг. Облигации обрушились в апреле

1987 г. и опередили августовский пик акций на четыре месяца

Процентные ставки и акции



**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

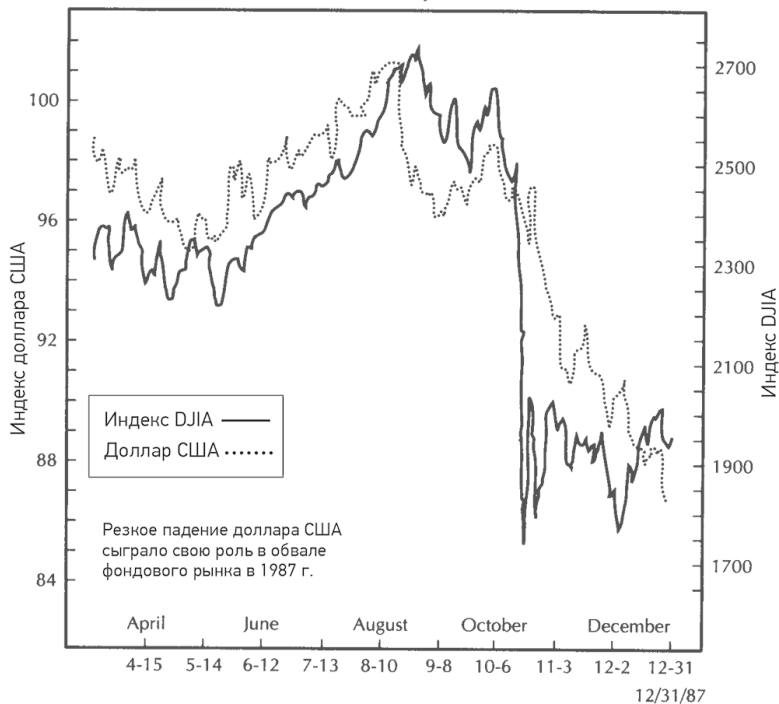


# Доллар падает вместе с акциями

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 внезапно начал свободное падение (усилив тем самым боязнь инфляции). Стоит ли удивляться тому, что на фондовом рынке в конце концов возникли проблемы? Учитывая медвежьи настроения на связанных рынках, странно, что фондовый рынок продержался так долго. Причин, которые делали сброс акций в конце 1987 г. неизбежным, было множество. Большинство из них явно просматривались в поведении связанных финансовых рынков, в частности рынков сырьевых товаров и облигаций, чего нельзя сказать о самом фондовом рынке. События 1987 г. являются хрестоматийным примером того, как работают межрыночные взаимосвязи. Этот

болезненный для рынка год также наглядно показывает, почему участники фондового рынка должны следить за тремя другими финансовыми рынками.

### Акции и доллар США



**Рис. 1.7.** Падение доллара во второй половине 1987 г. также повлияло на цены акций. Два пика на графике доллара в августе и в октябре совпали с пиками

на фондовом рынке. Обвал американского доллара в октябре произошел параллельно с падением акций

# **Крах рынка в 1987 г. был глобальным**

Одна из особенностей краха 1987 г. заключается в том, что он был глобальным – падение затронуло все мировые рынки. Это важно по двум причинам. Во-первых, это яркая демонстрация взаимосвязи глобальных рынков. Во-вторых, это показывает, что зависимость фондовых рынков мира друг от друга усиливается во время серьезных спадов. В такие времена глобальная диверсификация становится мифом. (То же самое со всей очевидностью проявилось, когда глобальные медвежьи настроения охватили фондовые рынки в 2000 г.) Глобальные взаимосвязи не ограничены одними фондовыми рынками. Иностранные валюты связаны с долларом США. Инфляционные и дефляционные тренды (которые отражаются на ценах сырьевых товаров) также являются глобальными.

Есть и еще один аспект, связанный с глобальным характером краха фондового рынка в 1987 г. Многие рыночные аналитики в то время полагали, что в действительности причиной панических продаж стали стратегии с использованием фьючерсов, такие как программная торговля и страхование портфелей. Они аргументировали это тем, что экономического или технического обоснования для обвала фондового рынка не было. Тот факт, что крах имел глобальный характер и охватил не только рынок США, опровергает этот

узкий взгляд, тем более что программная торговля и страхование портфелей не затрагивали в то время большинство иностранных рынков.

## **Более поздние примеры глобальных взаимосвязей**

Во время иракских кризисов 1990 и 2003 гг. рост цен на энергоносители замедлил развитие мировой экономики и способствовал ослаблению всех крупных мировых фондовых рынков. Рост цен на нефть на протяжении 1990 г. привел также к повышению процентных ставок по всему миру и в очередной раз показал, что они растут и падают вместе. После 1998 г. проявилась тесная корреляция между глобальным падением процентных ставок, включая ставки в США, и падением японского фондового рынка, который попал в тиски дефляции. На рис. 1.8 видно, что процентные ставки во всем мире росли на протяжении инфляционных 1970-х гг., а затем падали в 1980-е гг., характеризовавшиеся замедлением инфляции, и в дефляционные 1990-е гг.

Copyright (C), 1998  
TOPLINE INVESTMENT GRAPHICS  
(303) 440-0157  
All rights reserved  
Data: Global Financial Data

Доходность  
облигаций США  
Сопоставимая  
логарифмическая шкала

16  
14  
12  
10  
8  
6  
15  
12  
10  
8  
7  
6  
5  
4

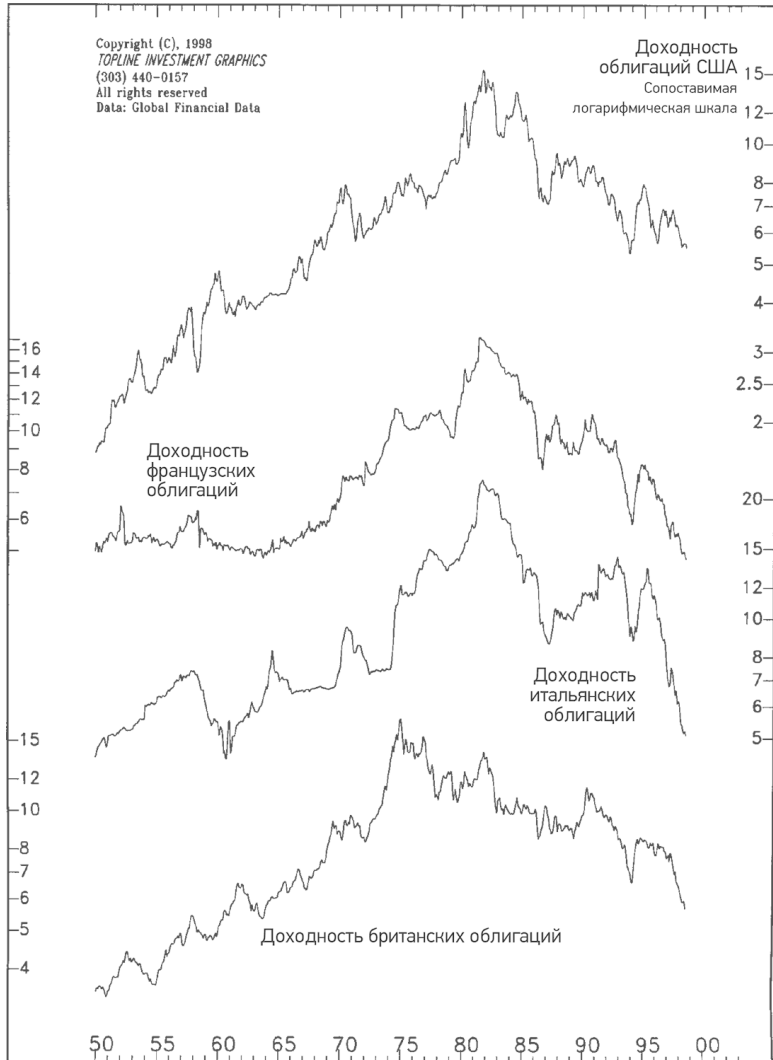
15  
12  
10  
8  
7  
6  
5  
4  
3  
2.5  
2  
20  
15  
12  
10  
8  
7  
6  
5

Доходность  
французских  
облигаций

Доходность  
итальянских  
облигаций

Доходность британских облигаций

50 55 60 65 70 75 80 85 90 95 00



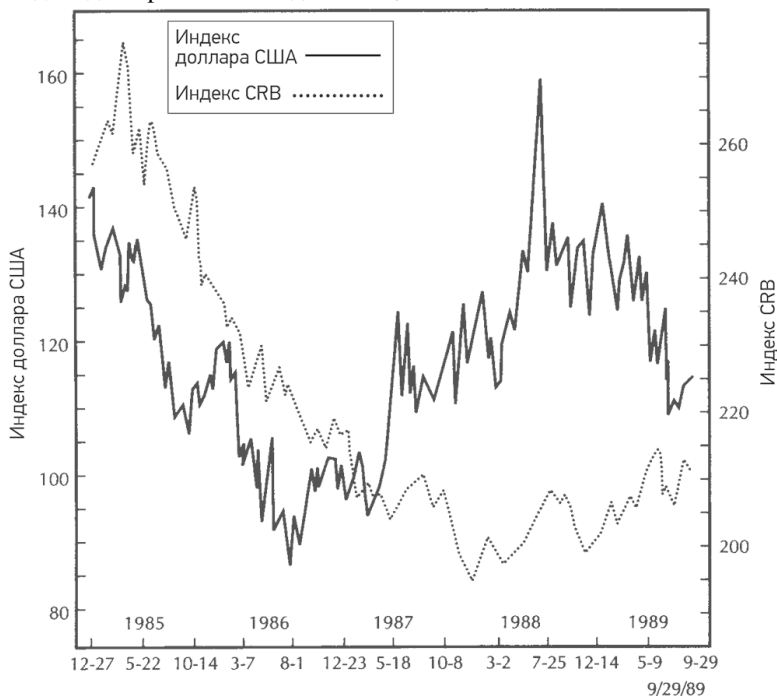
**Рис. 1.8.** Доходность облигаций по всему миру росла на протяжении инфляционных 1970-х гг. и падала в 1980-х и 1990-х гг., характеризовавшихся замедлением инфляции. Глобальные ставки всегда растут и падают вместе



# Влияние доллара может запаздывать

Из четырех взаимодействующих финансовых рынков рынок доллара, пожалуй, сложнее всего вписать в единую межрыночную модель. Одной из причин этого является большой временной разрыв между изменениями тренда доллара и других рынков. События, предшествовавшие 1987 г., наглядно показывают, почему так происходит. После пятилетнего роста доллар начал падать в 1985 г., во многом в результате соглашения «Плаза» – соглашения между пятью государствами, направленного на снижение курса доллара. Как правило, падение доллара стимулирует рост цен сырьевых товаров. Однако их повышения не произошло, по крайней мере сразу. Эффект не проявлялся на протяжении целого года, до 1986 г., когда замедлялось падение цен сырьевых товаров, начавшееся в 1980 г., и прекратили рост цены облигаций. Реальные проблемы появились, когда цены на сырьевые товары резко пошли вверх весной 1987 г. Падающему доллару потребовалось почти два года на то, чтобы вызвать серьезный рост цен сырьевых товаров и создать проблемы на рынках акций и облигаций. Рисунок 1.9 показывает временной разрыв между двумя событиями (пик доллара в 1985 г. и достижение дна ценами сырьевых товаров в 1986 г.) и рост весной 1987 г. Падение доллара в конечном счете оказывает влияние, но для этого требуется год или два.

## Индекс доллара США и индекс CRB, 1985–1989 гг.

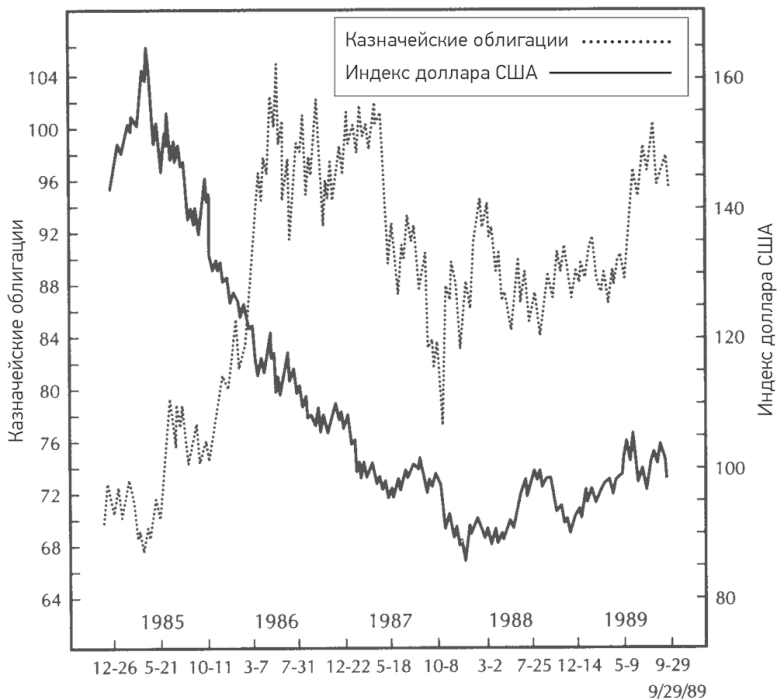


**Рис. 1.9.** Движение доллара США относительно индекса CRB с 1985 г. по четвертый квартал 1989 г. Падение доллара, в конечном счете, подтолкнуло вверх индекс CRB. Индекс CRB достиг дна в 1986 г. спустя год после пика доллара в 1985 г.

Межрыночные тренды в 1980-е гг. также показывают, по-

чему влияние направления движения доллара на облигации и акции нужно оценивать с оглядкой на товарные рынки. Падение доллара может приводить к снижению облигаций и акций, но только если оно совпадает с ростом цен сырьевых товаров. (Также можно сказать, что падение доллара не является серьезной проблемой до тех пор, пока оно не начнет толкать вверх процентные ставки, что, как правило, является результатом роста цен сырьевых товаров.) Падение доллара может происходить одновременно с ростом цен облигаций и акций, пока не растут цены сырьевых товаров. Снижение доллара, которое началось в 1985 г., не оказывало большого влияния ни на облигации, ни на акции до тех пор, пока в апреле 1987 г. не пошли вверх цены на сырьевые товары (и процентные ставки). На рис. 1.10 показана задержка воздействия падения доллара на процентные ставки. Доллар достиг пика в 1985 г. Облигации достигли пика годом позже, но фактически не падали до весны 1987 г. Падение доллара стало проблемой для акций в тот момент, когда его инфляционное давление подтолкнуло цены облигаций вниз, а процентные ставки вверх.

Индекс доллара США и облигации, 1985–1989 гг.



**Рис. 1.10.** Доллар США и цены казначейских облигаций в период с 1985 по 1989 г. Падение доллара раньше или позже приводит к снижению облигаций. На протяжении всего 1985-го и большей части 1986 г. облигации были сильными, а доллар слабым

Некоторые утверждают, что слабый доллар в период с 1985 по 1995 г. не оказывал сильного негативного влияния на облигации и акции. В определенной мере это так, по-

сколько облигации и акции оставались растущими на протяжении этих 10 лет. Тем не менее пики доллара в 1985 и 1989 гг. опережали на два года и на один соответственно медвежьи рынки (акций и облигаций) 1987 и 1990 гг. Кроме того, во время падения обоих рынков росли цены сырьевых товаров на фоне слабого доллара. Следует отметить, что нисходящий тренд 1994 г. на рынке акций и облигаций также последовал за очередным пиком доллара и ростом товарных цен.

## **Вперед и вверх в 1990 г.**

Цены акций и облигаций стабилизировались в четвертом квартале 1987 г., после чего начался двухлетний рост, продолжавшийся с 1988 г. до конца 1989 г. Межрыночная картина стала более благоприятной: сильный доллар, слабые сырьевые товары и растущие акции и облигации. Но в начале 1990 г. ситуация ухудшилась. Все началось с падения цен облигаций, резкого ослабления доллара и подъема цен сырьевых товаров. Это негативные признаки для фондового рынка. Затем, в начале августа того же года, Ирак вторгся в Кувейт. Нефть подскочила до \$40 за баррель. Результатами стали медвежий рынок акций и рецессия. Поскольку уроки межрыночных взаимосвязей в 1990 г. имеют прямое отношение к геополитическим событиям, произошедшим 13 лет спустя, мы более подробно рассмотрим этот важный год в следующей главе.

# Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.