

[Новостной деск] Баффетт, Коланович и Зелл: практики видят то, чего не хочет признавать Федрезерв США

****Это не инвестиционные рекомендации****

В искрометном выступлении Уоррена Баффетта на собрании акционеров Berkshire Hathaway самым забавным лично для меня был эпизод про инфляцию:

CNBC:

"Уоррен Баффетт наблюдает инфляцию в работе предприятий [конгломерата] Berkshire Hathaway, по мере того как восстановление экономики после пандемии Covid набирает обороты.

«Мы наблюдаем очень значительную инфляцию», - заявил председатель и главный исполнительный директор Berkshire на ежегодном собрании акционеров конгломерата в субботу. "Это очень интересно. Мы повышаем цены. Люди поднимают нам цены, и это принимается».

«У нас есть девять компаний-девелоперов в дополнение к нашим компаниям из сферы стройматериалов и эксплуатации жилья, которое является крупнейшим в стране. Так что у нас действительно много [компаний] из строительного сектора. Затраты только растут, растут, растут. Затраты на сталь, знаете ли, растут каждый день », - добавил легендарный инвестор. Berkshire Hathaway владеет одной из крупнейших в стране строительных компаний Clayton Homes, а также такими компаниями, как Benjamin Moore paint и Shaw flooring."

<https://www.cnbc.com/2021/05/03/warren-buffett-says-berkshire-hathaway-is-seeing-very-substantial-inflation-and-raising-prices.html>

Разница между Баффеттом и очень-очень многими инвесторами и экономистами заключается в том, что Баффетт - помимо чисто инвестиционной или исследовательской деятельности, вынужден заниматься (так как он зачастую фактический или официальный контролирующий акционер) опосредованным управлением конкретных бизнесов, входящих в его конгломерат, причем это бизнесы в основном и из самой настоящей реальной экономики - производители плит для пола, строительные компании, железная дорога, газовый терминал - там длинный список. И из-за этого, у Баффетта есть другой угол зрения на реальные экономические процессы, ему бесполезно показывать PMI, CPI и статистику по инфляции он читает не через терминал Bloomberg, а через то как поставщики задирают цены для ЕГО СОБСТВЕННЫХ компаний и ломают его финансовые планы по доходам и расходам. Это очень серьезная разница.

Кстати, вы наверное помните, недавний текст на проекте, про компании из сектора "базовых потребительских продуктов", которые поднимают цены. Среди тех

компаний, фигурировала одна из самых старых компаний из портфеля Баффетта - Coca-Cola.

Главная дискуссия, которая сейчас идет на экспертном и даже политическом уровне в США и Евросоюзе, сводится к спору о том является ли инфляция, которую мы наблюдаем сейчас - временной (то есть вызванной ограничениями в связи с ковидом) или постоянной (то есть государственная политика обеспечила такие перекосы, которые не "выправляются" просто снятием ковидных ограничений). По большому счету, главных позиций по этому поводу всего три вида:

1. Наиболее популярная, особенно среди "академических экономистов", чиновников (что в США, что в ЕС, что даже в России), ФРС, ЕЦБ и некоторых представителей финансового мира точка зрения: большая часть роста цен на многочисленные (включая те, которые на биржах не торгуются) товары - это временное явление, это все ковид виноват, и после двух-трех кварталов нормальной работы экономики все придет в норму.

2. Намного менее популярная, но все-таки довольно часто встречающиеся среди "академических экономистов", чиновников (что в США, что в ЕС, что даже в России), ФРС, ЕЦБ и некоторых представителей финансового мира точка зрения: прямо сейчас инфляция "временно-ковидная", но после восстановления экономики, она может разогнаться в перманентную-постоянную высокую инфляцию, но как только появятся признаки этого феномена, ФРС США и другие центральные банки резко поднимут ставки и решат проблему, а значит беспокоиться не о чем.

3. Самая непопулярная точка зрения: в мировой экономике уже работает как "ковидно-временная" так и монетарная (вызванная печатанием бабла) инфляция, причем дополнительный разгон инфляции уже обеспечивают не столько ковидные ограничения, сколько программы по раздаче бабла населению и программы по "зеленой экономике", эффект которых накладывается на период, в котором проявляются результаты низких инвестиций в реальную экономику, включая условную добычу меди или нефти. Более того, расчет на то что ФРС и Белый дом, или ЕЦБ и Еврокомиссия (или аналогичные структуры в других странах) будут готовы урезать раздачу бабла (и "зеленую экономику", которой тоже требуется "раздача бабла") а также поднять ставки для борьбы с инфляцией - глубоко и тотально неверен, ибо это нереализуемо с политической точки зрения, а подъем ставок еще и грозит немедленным финансовым кризисом.

Эпизод, который произошел "на фоне" выступления Баффета, как мне представляется, очень сильно ударил по позициям тех, кто верит в то что "ФРС, если что, прибьет инфляцию ставкой".

Смотрите, Дженнет Йеллен на форуме The Atlantic, делает вполне банальное, с точки зрения "академического экономиста-теоретика" (коим она и является), заявление, и начинает происходить интересное-невероятное.

Итак, вторник, утро:

CNBC:

«Возможно, придется несколько поднять процентные ставки, чтобы наша экономика не перегрелась», - сказала Йеллен во время экономического форума, представленного The Atlantic. «Даже несмотря на то, что дополнительные расходы относительно невелики по сравнению с размером экономики, они могут вызвать очень скромное повышение процентных ставок».

<https://www.cnn.com/2021/05/04/treasury-secretary-yellen-says-rates-may-have-to-rise-somewhat-to-keep-economy-from-overheating.html>

Этих слов хватило для того чтобы Nasdaq потерял больше 2% за несколько часов, и Йеллен видимо "настучали по тыкве" прямо из Белого дома, вероятно напомнив, что Мнучин такой фигни при Трампе не делал, и вообще нужно быть командным игроком и не мешать администрации Байдена раздавать бабло и надувать пузыри. Я думаю, что Йеллен ничего и не хотела саботировать и ни на что не намекала, но как человек-чиновник никогда не поймет человека-бизнесмена, так академический экономист никогда не поймет какой ужас она спровоцировала среди держателей условных акций AirBnB, UBER, Snowflake и так далее... В результате, получилось следующее:

Вторник, уже вечером:

Wall Street Journal: Йеллен утверждает, что не прогнозирует более высокие процентные ставки.

Министр финансов отказывается от комментариев, которые она сделала ранее, предполагая, что ставки могут вырасти.

Министр финансов Джанет Йеллен заявила во вторник, что она не прогнозирует и не рекомендует, чтобы Федеральная резервная система повышала процентные ставки в результате планов президента Байдена по расходам, отказавшись от своих замечаний ранее в тот же день о том, что ставки, возможно, потребуется поднять, чтобы не допустить перегрева экономики."

<https://www.wsj.com/articles/yellen-says-interest-rates-may-have-to-rise-to-keep-economy-from-overheating-11620151101>

Между двумя заявлениями прошло не несколько дней, а по сути несколько часов. Для того чтобы "развернуть" Йеллен потребовалось 2% падения по Nasdaq. Те, кто верят в "Федрезерв прибьет инфляцию", как мне представляется, не очень понимают насколько сильно ФРС и администрация Байдена (как и администрация Обамы и администрация Трампа до неё) боятся ситуации, в которой рынки обваливаются из-за попытки нормализации денежно-кредитной политики.

Между инфляцией (в том числе потребительской) и падением финансовых рынков очень вероятно будет выбран вариант "пусть будет инфляция". Важное примечание для российского читателя: старшее поколение американцев (не все, но многие) - воспринимают падение рынков акций как личную трагедию, ибо их сбережения - именно в нем, так что в отличие от России (где владельцев акций - ну процентов 10% от населения в лучшем случае), и это значит, что помимо экономических соображений, связанных с тем что финансируемая экономика США легче

перенесет высокую инфляцию, чем резкое и долгосрочное падение рынка акций и рост дефолтов, есть еще и политические причины держать S&P и Насдак на высоких уровнях любой ценой.

А сейчас перейдем от Баффетта, который сам себе финансовый гуру, к человеку, который пользуется репутацией гуру среди практиков финансового рынка ("гуру" - не значит непогрешимый, "гуру" - в данном случае означает "умный, и вызывающий уважение своими рассуждениями") - главный "квант" JP Morgan - Марко Коланович, который посмотрел на ту же инфляцию, которую видит Баффетт, но под другим (и возможно бесконечно более важным) углом.

Вообще-то Коланович - специалист по количественному анализу, и из его заметки "Позиционирование для инфляции" для клиентов JP Morgan можно было бы вынести несколько небезынтересных наблюдений именно "цифрового" характера, но я сейчас специально вынесу их за скобки. Меня заинтересовало психологическое наблюдение "гуру" JP Morgan, который "варится" в самой гуще той самой финансовой тусовки, которая принимает решения о покупке или продаже активов на (суммарно) триллионы долларов. Цитирую:

If one stretches rubber too long, it eventually snaps. With the end of pandemic this year – global growth, bond yields, and inflation are making a sharp turn (see [here](#) and [here](#)). At the same time, easy monetary and fiscal policies will likely persist for a while. In addition, there are various temporary frictions related to supply chains, reopening, as well as political and business decisions that may compound inflation. On financial asset allocation, we expect the market to be late in recognizing the inflection, which we believe already happened in November last year. For over a decade, only deflationary (long duration) trades were working, and many of today's investment managers have never experienced a rise in yields, commodities, value stocks, or inflation in any meaningful way. A significant shift of allocations towards growth, ESG and low volatility styles over the past decade (all of which have negative correlation to inflation – see Figure 1) left most portfolios vulnerable to a potential inflation shock.

"Более десяти лет работали только позиции, делающие ставку на дефляцию ("лонг дюрация"), и многие из сегодняшних инвестиционных менеджеров никогда не сталкивались с повышением доходности облигаций, ростом цен на сырьевые товары, ростом "стоимостных" (value) акций или с инфляцией сколь-нибудь значимым образом. Значительное перераспределение аллокаций [в инвестиционных портфелях] на "акции роста", [акции подходящие под критерии] ESG и [акции с] низкой волатильностью, которое произошло за последнее десятилетие (все эти типы активов имеют отрицательную корреляцию с инфляцией) сделали большинство инвестиционных портфелей крайне уязвимыми в отношении потенциального инфляционного шока."

Сам Коланович считает, что участники рынка репозиционируют свои портфели в плане покупки большего количества "инфляционных" активов, причем участники рынка сделают это с опозданием и независимо от того будет ли инфляция "временной" или "перманентной". Я позволю себе сделать ироничную заметку на

полях (аналитику JP Morgan писать об этом в лоб "не положено", а мне - норм) - покупка с опозданием, если перевести на человеческий язык с финансового "канцелярита", означает "покупка по очень плохим ценам, и не потому что хочется, а потому что надо срочно купить".

Хочу показать на примере, как выглядит начало "перепозиционирования" - когда инвесторы заходят в недооцененные (но хорошо чувствующие себя при инфляции) активы - и это еще никакой не мейнстрим, а так сказать - самые умные из самых ранних.

16 января ваш покорный слуга писал о том как Билл Гейтс (кстати, крупный акционер Berkshire Hathaway Баффетта) стал одним из крупнейших землевладельцев США - <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/3129/> -, и приводил в качестве примера грубо-аналогичной инвестиции, "сельхоз-земельный" REIT - **Gladstone Land Corporation [NASD: LAND]**, причем это не первый раз, когда я пишу про эту "анти-инфляционную" инвестицию.

Лирическое отступление:

*Я, кстати, заметил, что среди российских инвесторов часто встречается странное предубеждение, что хороший бизнес должен быть "большим и серьезным", а иначе - не интересно. То есть бизнес-модель Gladstone Land Corporation - фонда, который покупает землю, сдает ее фермерам и агро-компаниям для выращивания премиальных продуктов, платит дивиденды и покупает еще больше земли и так повторяет снова и снова - кажется (а) слишком примитивной чтобы быть хорошей (по сравнению с условным "распределенным кредитованием на блокчейне" - LAND - это просто "каменный век", однозначно) и (б) не вызывает уважения в силу того что **Gladstone Land Corporation** - это не "Агро-Межгалактическая Империя", а всего лишь фонд-раньше с 137 фермами, на которых выращиваются ягоды, "органическая картошка", фисташки и оливки, а это - "несерьезно".*

Ваш покорный слуга - последний человек, который будет кого-то убеждать купить что-то что не вызывает у него уважения/уверенности (ибо человек такую инвестицию не удержит и сбросит при первой же коррекции), но все-таки хочу отметить, что принципиальная любовь к такой "огромности и серьезности" - это хороший способ лишить себя возможности инвестировать в огромное количество очень интересных компаний. А уж "примитивность бизнес модели" - это далеко не всегда минус, ибо если примитивная бизнес-модель работает (и работает много тысячелетий) то "эффект Линди" очень серьезно указывает что, скорее всего, она проработает еще столько же.

Так вот, посмотрите на график (вертикальная линия - публикация поста 16 января):



Я не призываю покупать LAND, я показываю как выглядит вроде бы "скучная" бумага и скучная компания, в которую внезапно начинает заливать деньги инвесторы, опасаящиеся инфляции, причем той инфляции, которая "не проходит" после ковида. В январском посте было еще пару других "земельных идей" и мне они до сих пор представляются достойными вдумчивого рассмотрения.

Я могу провести нить рассуждений дальше, и пригласить на наш виртуальный "коллоквиум" по инфляции и ее последствиям, того человека, у которого эти "опоздавшие" возможно и будут покупать "инфляционные активы", по сценарию, напоминающему то что произошло в 2020.

Читателям [архива](#) и "старой гвардии" знаком этот персонаж: Сэм Зелл - Sam Zell, и о нем я писал даже в телеграмме. В марте-апреле-мае 2020 на фоне падающей до отрицательных значений нефти, обвала рынка и эпидемии, Зелл покупал нефтяные активы, в то время как окружающие крутили пальцем у виска. У него вообще такой стиль инвестирования, при этом Зелл известен своим невероятным упорством в плане "выжимания" денег из активов - из-за этого он вообще не держит активов, которые не приносят текущей доходности. Но в нынешней ситуации монетарной накачки и инфляции, даже человек, который терпеть не может активы с нулевой дивидендной доходностью (Зелл - "дивидендный жадина", но умный жадина) решил, что нужно немного поменять стратегию.

Из его свежего интервью Bloomberg:

"Инвестор-миллиардер Сэм Зелл повсюду видит инфляцию и купил золото в качестве страховки - [то есть сделал то за что], по его словам, он раньше критиковал других.

«Очевидно, одна из естественных реакций - покупка золота», - сказал он в интервью Bloomberg Television. «Это очень забавно, потому что всю свою карьеру я говорил о том, зачем вам владеть золотом? У него нет дохода, за его хранение надо платить. И все же, когда вы видите обесценивание валюты, вы спрашиваете, за что я буду держаться?»

79-летний Зелл сказал, что его беспокоит не только доллар США, но и другие страны, печатающие деньги, и что он сомневается, будет ли инфляция временной, как заявил на прошлой неделе председатель Федеральной резервной системы Джером Пауэлл."

Зелл считает, что нефтегазовые активы сейчас слишком дороги и цены не отражают рисков, связанных с "электрификацией" и "миром изменения климата", а вот золото он сейчас купил. Кстати, насчет нефтегазовых активов, я тоже хотел бы сделать заметку на полях - американские нефтегазовые активы сейчас, возможно, действительно не учитывают в цене многих рисков "зеленого" характера, в том смысле, что администрация Байдена и "зеленые" инвесторы-активисты действительно могут с ними сделать что-нибудь нехорошее. И это повод порадоваться тем возможностям географической диверсификации, которые у вас (и у меня и у многих не-американоцентричных инвесторов) есть, а у Зелла (который очень свободен в своих решениях, но ушиблен американоцентричным взглядом на мир, которым долгое время страдал даже Баффетт) - таких возможностей нет.

Итого: Есть шанс, но нет гарантий, что те, кто будет покупать "инфляционные" (в самом широком смысле слова) активы позднее, то есть после условного Баффетта и/или Зелла и/или Колановича и/или Гейтса, будет покупать их по гораздо менее приятным ценам. Выводы можно сделать самостоятельно.

Всем приятного вечера и удачных инвестиций!

PS: Традиционно можно и нужно задать себе вопрос: а что будет, если инфляция окажется действительно "временной"? Ну, вдруг? Акции компаний (у которых все хорошо при высокой инфляции), но у которых бизнес-модели в принципе живучие и которые себя хорошо чувствовали в условном 2019 - скорректируются, но какой-то катастрофы с ними вряд ли произойдет, а для того чтобы не было слишком обидно что сильно вырос условный Насдак 100 - можно рассмотреть спекулятивную покупку коллов на QQQ.

Данный документ не является инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг