Артем УСКОВ,
директор, Advisory Services,
Fusion Asset Management

Пока играет музыка

Главным последствием кризиса 2008–2009 годов стало явное проявление глобального структурного дисбаланса мировой экономики. И хотя большинство современных макроэкономистов согласны с тем, что в долгосрочном периоде денежная политика не влияет на рост реального ВВП, во всем мире (США, Европа, Япония) применяются стимулирующие рост кредитно-денежные меры. Вызов, который стоит перед развивающимися экономиками последние два года, состоит в том, чтобы преодолеть последствия мирового финансового кризиса и сделать рост экономик устойчивым.

Россия по структуре и институционально отличается от других развивающихся экономик. Кроме того, высокий отток капитала, продолжающийся из страны, остается фундаментальной проблемой ее экономики и фондового рынка.

На данном этапе основные риски для экономики и фондового рынка России тем не менее связаны с мировой экономикой. Если риски в мировой экономике реализуются в той или иной форме и развитие кризиса в еврозоне/США продолжится, то последствия для России будут самыми серьезными. Дальнейшее замедление мировой экономики, снижение глобальных цен на сырье приведут к резкой девальвации рубля, дефициту бюджета, который при низкой цене на нефть и кризисе в Европе и мире будет сложно финансировать. В этом случае Россия столкнется с системным кризисом во всех отраслях экономики. Это неизбежно явится триггером для серьезного шока на российском фондовом и денежном рынке.

В свете последнего тезиса интересно взглянуть на картину мира глазами международного инвестора. Если посмотреть на глобальные финансовые рынки, то можно обнаружить, что корреляция между различными классами активов значительно возросла в последние годы. Все рыночные движения объясняются общим информационным фоном: все «хорошо» — все покупают, все «плохо» — все продают. При этом подавляющее большинство финансовых данных оценивается не с позиции построения долгосрочной макроэкономической картины, а с точки зрения того, как эти данные могут повлиять на вероятность продолжения или сворачивания QE3 (третьего этапа реализации политики количественного ослабления) в США.

Даже поверхностный анализ работы международных активных управляющих показывает, что за период с 2010-го по 2013 год удалось заработать только на направленном движении рынка. Высокая корреляция не оставляет поля для маневра фондам, пытающимся систематически извлекать прибыль из относительной недооценки или переоценки активов. Результаты макрофондов, валютных фондов также не впечатляют — влияние политических манипуляций нивелирует возможность приложения макроэкономических моделей. Из всех макрофондов заработали только те, кто держал большую позицию на рынке акций, при этом средняя доходность таких фондов остается на уровне нуля. На этом фоне несколько выделяются фонды акций, но их показатели можно объяснить наличием положительной беты к индексам (в среднем бета таких фондов к рынку акций составляет 0.3–0.5).

Беспрецедентный поток ликвидности, выброшенный на рынок с начала QE3, обрушил премию за риск до уровней 2006–2007 годов. Это позволило показать хорошие результаты кредитным фондам, но сейчас потецинциал их роста органичен, премии за риск близки к своим историческим минимумам. В итоге можно сделать вывод, что в текущих реалиях настоящий потенциал роста имеют только фонды с положительной бетой к рынку акций, который, как и все рисковые активы, зависит от единственного фактора — низких процентных ставок и обильных дешевых денег.

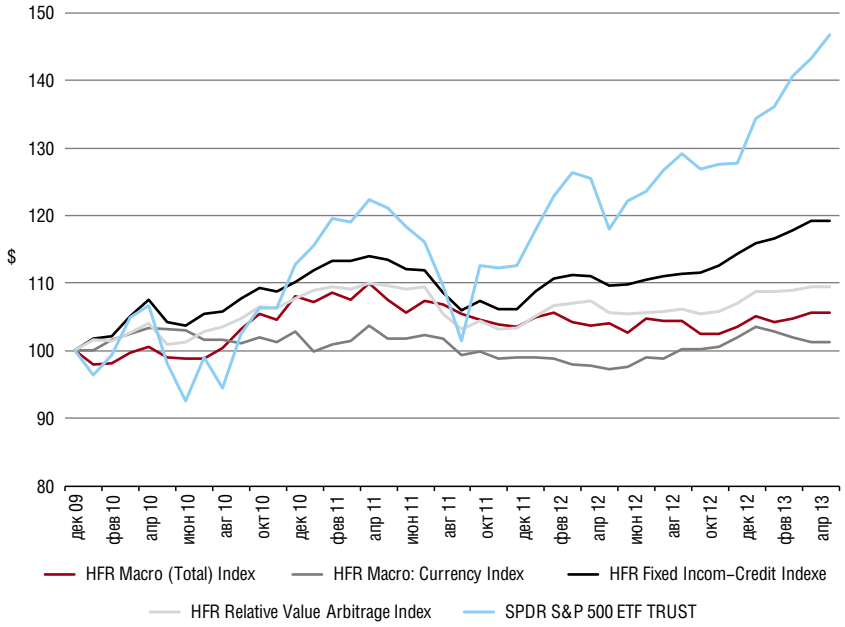

Рисунок 1
Средние показатели работы фондов с различными инвестиционными стратегиями

На данный момент мы имеем дело с рынками капитала, которые в основе своей контролируются центральными банками самых больших экономических держав мира — США, Европы и Японии. Программы количественного ослабления, проводимые центральными банками, в теории должны были способствовать ускорению экономического роста, уменьшению безработицы и возвращению экономической активности стран к предкризисным уровням 2006 года. В реальности многолетнее закачивание денег в систему привело только к исторически низким процентным ставкам государственных облигаций США и увеличению стоимости рыночных активов. Так, если посмотреть на американский индекс акций S&P, то 150-процентный рост с конца 2008 года обусловлен не избыточными темпами увеличения прибыли компаний, не оценками будущих дивидендов и не макроэкономическими ожиданиями участников рынка. Ответ прост — рост S&P в точности повторяет рост размера активов на балансе Федеральной резервной системы США. Рисунок 2 иллюстрирует отношение рыночной капитализации акций индекса S&P к размеру активов на балансе ФРС. Видно, что отношение практически не изменилось с конца 2008 года. Аналогичную картину можно наблюдать на рынках Европы и Азии.

Программа количественного ослабления задумывалась как «аппарат искусственного дыхания», который дал бы возможность экономическому организму самому себя вылечить. Тем не менее если говорить о реальной экономике США, то, хотя оптически виден прогресс, ситуация крайне нестабильна.

Официальная безработица в США уменьшилась на 2% за последние три года. На данный момент она составляет 7.73%, тогда как на конец 2006 года безработица была 4.42%. Интересно, что за последние три года основной положительный вклад в уменьшение безработицы в 4 млн рабочих мест дала возрастная группа 55–69 лет. Основная возрастная группа 16–55 лет на самом деле потеряла 2.7 млн рабочих мест за этот период.

Дефицит бюджета в этом финансовом году не превысит $642 млрд — это минимальный дефицит за последние пять лет. Однако интересно отметить, что основным поступлением в бюджет стали денежные переводы от ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac в размере $95 млрд. Власти США были вынуждены спасать эти компании во время ипотечного кризиса в 2008 году. В обмен на предоставленную тогда помощь агентства обязаны были делать в бюджет переводы, размер которых рассчитывался исходя из стоимости принадлежащих им активов. Благодаря восстановлению рынка недвижимости и программе покупки ипотечного долга ФРС в конце прошлого года выплаты резко возросли. Активы Fannie Mae и Freddie Mac — это долгосрочные ипотечные инструменты, которые изменяются в цене параллельно с ценами государственных облигаций США. В случае увеличения долгосрочных процентных ставок США эти активы потенциально могут удвоить дефицит бюджета в будущем.

В мае 2013 года наблюдательный совет Федеральной резервной системы США выпустил предупреждение Центральному банку об опасности количественного ослабления. В документе сообщается, что действия ФРС создали систематические финансовые риски и потенциальные

Рисунок 2
Отношение рыночной капитализации акций индекса S&P 500 к размеру активов на балансе ФРС США

структурные проблемы для банков. Особую опасность представляет процесс переоценки финансовых активов в случае остановки программы количественного ослабления.

Есть много примеров подобного рода, и их описание — хотя и очень полезное упражнение — может занять не одну страницу. Все это не отвечает на самый «русский» вопрос: «Что делать?» И что же будет?

У США не много вариантов — печатать деньги, уговаривать инвесторов и потребителей, что выбранный путь — единственно правильный, и стараться выиграть время на восстановление настоящего экономического роста. При этом медленно и не афишируя инфляционно уменьшать свой реальный долг, эффективно перекладывая бремя выплат, или «недопотребления», на другие страны. Процесс этот долгий и требует скоординированных действий инвесторов и государства. Процесс этот — политический, основанный на сохранении парадигмы «однополярного» мира. Процесс этот — хрупкий и неустойчивый, когда даже небольшой переоценки государственного долга может быть достаточно для того, чтобы запустить разрушительный цикл растущих ставок, падающей экономики и обеднения потребителей, сопровождающийся повышением социальной напряженности. Но несмотря на все сказанное, это центральный, «рабочий» вариант развития, и инвесторы должны искать для себя наиболее комфортный способ использовать это течение «легких денег».

Главным бенефициаром политики расширения балансов центральных банков является рынок акций. Хотя кредитный рынок и представляется безопасным из-за отсутствия реальных дефолтов, низкие доходности и связанное с этим постоянное увеличение плеча создает опасную структурную неустойчивость, способную привести к значительным потерям даже без реализованных случаев дефолта. В то же время рынок акций предлагает значительный потенциал и все еще не является «переинвестированным». Условия «легких денег» поддерживают корпоративную доходность, периодические встряски скидывают боязливых, снимают ощущение безнаказанности и излишнего оптимизма и позволяют лучше выбрать точки входа. Пока «музыка играет», акции представляют собой наиболее простой и интересный способ поучаствовать в раздаче денег центральными банками.

Следующий вопрос: «И когда?» Если мы понимаем, что эта «новая реальность» нереальна, то, чтобы обезопасить агрессивные вложения в акции, имеет смысл придерживаться ликвидных инструментов и мониторить факторы, способствующие росту, — в первую очередь процентные ставки. По счастливому стечению обстоятельств премии за риск — а другими словами, стоимость хеджирования процентных рисков — находятся на своих исторических минимумах и могут буквально не стоить ничего. Похожая ситуация сложилась и для суверенного и качественного корпоративного кредита. Смелые могут пытаться «таймить» рынок, а консервативные инвесторы поддерживать систематический хедж на рост процентных ставок и непосредственно связанных с ними корпоративных кредитов и ипотеки. Грамотно построенный портфель, с повышенными весами в акциях и концентрированными хеджирующими позициями, позволит не упустить краткосрочную, но потенциально очень значимую доходность, в то же время обезопасить себя от повреждений, несовместимых с дальнейшей инвестиционной жизнью.

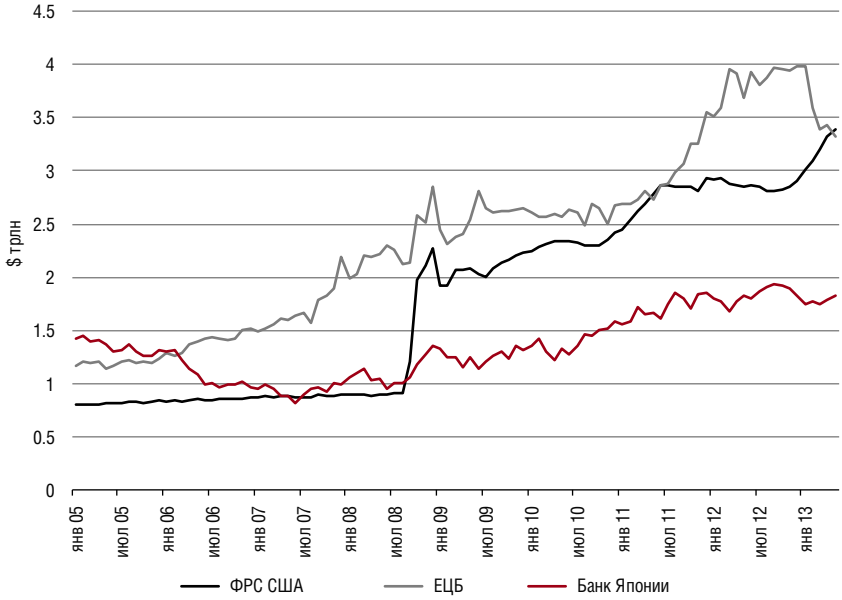

Рисунок 3
Размер активов на балансе центробанков

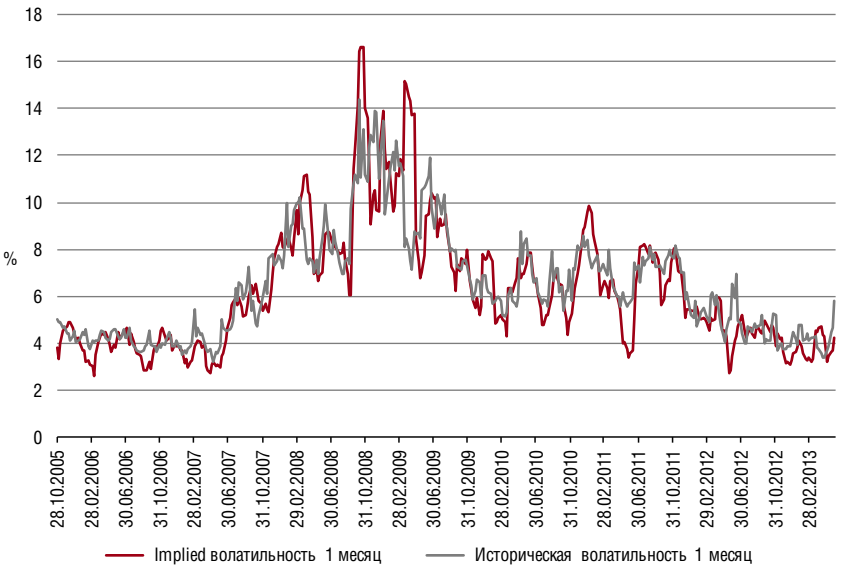

Рисунок 4
Волатильность 10-летних облигаций США