Сергей ХЕСТАНОВ,
управляющий директор, ГК «Алор»

Что цикл грядущий нам готовит

Инвестируя на достаточно длительное время, необходимо принимать во внимание фундаментальные макроэкономические факторы. Значимость их учета тем выше, чем ближе (по времени) точка ожидаемой смены тенденции в экономическом цикле. Из всех экономических циклов наиболее значимым для большинства субъектов экономики является цикл Жюгляра (7—11 лет). Именно переход от бума к краху в рамках этого цикла и порождает наиболее драматические события в экономике.

Большинство наших соотечественников зрелого возраста помнят три цикла Жюгляра с минимумами в 1986, 1998 и 2008 годах. Основным фактором, повлиявшим на российскую экономику, естественно, были цены на нефть.

Взлет нефтяных цен в результате в-ойны 1973 года привел, с одной стороны, к росту доходов государства (и благосостояния граждан, о котором ностальгируют многие нынешние пенсионеры), с другой — к росту зависимости экономики от цен на нефть. Падение цен середины 1980-х (1986 год) спровоцировало мощнейший экономический и политический кризисы, итогом которых стал распад СССР. Дискуссии о роли госдепартамента США в падении нефтяных цен стоит оставить политологам, однако сам факт связи развала советской экономики с падением цен — бесспорен.

Следующий крах в российской экономике (пресловутый дефолт) произошел в 1998 году. Одним из важнейших факторов была «пирамида ГКО», однако не стоит забывать и о почти двукратном падении цен на нефть в результате азиатского кризиса 1997 года. Снижение поступлений от экспорта усугубил влияние ГКО, что и привело к дефолту и значительной девальвации рубля. Примечательно, что именно девальвация рубля (при поддержке дорожающей нефти!) послужила одной из основ экономического роста 2000-х годов.

События 2008 года настолько свежи в памяти, что описывать их подробно нет нужды: опять падение нефти, опять девальвация рубля. Сырьевая ориентация экономики России (выбор, который был сделан еще в середине 1970-х!) определяет ее сильную зависимость от конъюнктуры сырьевых рынков.

Высокая доходность и простота организации сырьевого бизнеса вполне закономерно предопределили развитие так называемой голландской болезни. Высокая доля граждан, получающих деньги из бюджета (бюджетников и пенсионеров), сильно затрудняет проведение любых реформ, направленных на снижение зависимости от сырьевого экспорта, ибо первым наиболее заметным следствием этих реформ будет снижение уровня занятости и социальных выплат. Примечательно, что отказ от реформы Косыгина в 1970-х произошел по абсолютно таким же соображениям — выбирая между реформами и стабильностью, руководство СССР выбрало стабильность...

С точки же зрения финансового рынка сырьевой характер российской экономики сильно облегчает ее анализ. Фондовый рынок сильно скоррелирован (что значительно сужает спектр инвестиционных идей), и очень высока степень корреляции индекса RTSI и цены нефти Brent. Последний фактор привел к тому, что некоторые управляющие глобальными фондами вместо покупки российских акций (и/или

ADR/GDR на них) начали рассматривать покупку эквивалентного количества нефтяных контрактов — корреляция сильная, а проблем и рисков с нефтью — меньше...

В таких обстоятельствах особенную важность приобретает выбор времени для формирования инвестиционного портфеля. И здесь некоторую помощь может оказать анализ циклов. Периодичность сильных спадов в российской экономике — около 11 лет (последнее время экономические процессы несколько ускоряются и приближаются к нижней границе диапазона 7–12 лет). 2013 – 2008 = 5 (лет).

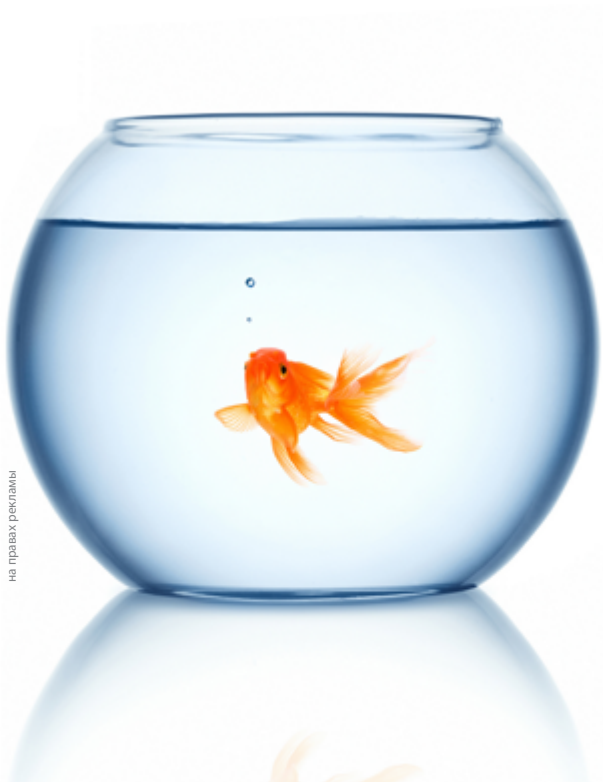
«Гораздо легче сказать, что произойдет, чем когда это произойдет».
У. Баффет

К сожалению, именно время — параметр, который хуже всего прогнозируется в экономике. Тем не менее тот факт, что с момента краха прошла примерно половина цикла Жюгляра, позволяет предположить, что мы находимся не очень далеко от «дна». Большая часть движения от вершины экономического цикла в 2008 году (и цен активов!) ко дну пройдена.

В то время, когда экономика находится вблизи «дна» экономического цикла, очень характерен рост инфляции (и, как следствие, процентных ставок), очень вероятна девальвация национальной валюты (особенно — для экономик сырьевого и, вообще говоря, экспортноориентированного типа). Одновременно растет вероятность дефолтов, что затрудняет кредитование и поднимает премию за риск.

Большая часть вышеописанных тенденций уже наблюдается либо ожидается в ближайшем будущем. Одним из следствий этих ожиданий для долгового рынка является повышенная активность эмитентов (которые торопятся провести размещение до заметного роста ставок). Рынок акций пребывает в пессимизме, падение оборотов и объемов торгов продлится до значимой девальвации, которая сделает мультипликаторы российских эмитентов привлекательными для внешнего инвестора.

ТОТ ФАКТ, ЧТО С МОМЕНТА ПОСЛЕДНЕГО КРАХА ПРОШЛА ПРИМЕРНО ПОЛОВИНА ЦИКЛА ЖЮГЛЯРА, ПОЗВОЛЯЕТ ПРЕДПОЛОЖИТЬ, ЧТО МЫ НАХОДИМСЯ НЕ ОЧЕНЬ ДАЛЕКО ОТ «ДНА»



mm.cbonds.info

Всё о рублевой ликвидности
Интерактивный календарь событий
Котировки межбанковского рынка
Индексы и индикаторы
Лента новостей и комментариев

CBONDS MM
MONEY MARKET