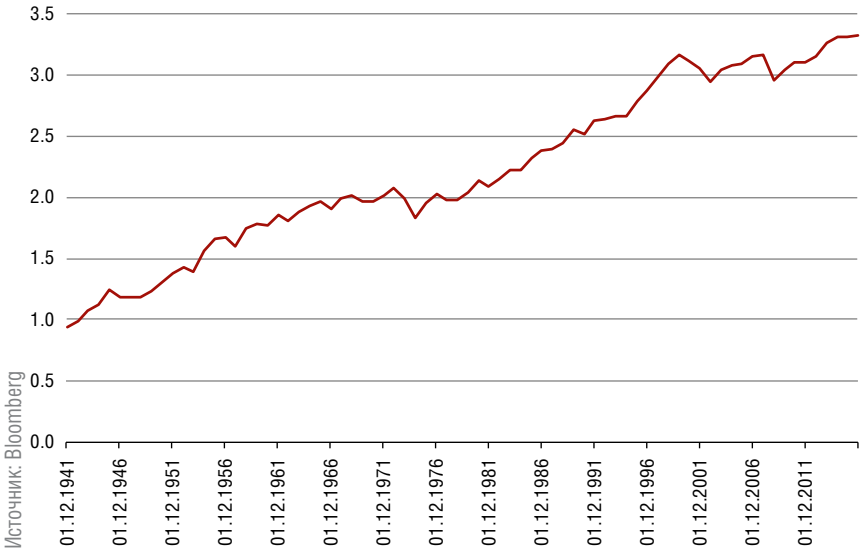
Дмитрий ИВАНОВ,
руководитель по финансовым рынкам, Промсвязьбанк

«Страха на рынке стало меньше, склонность к риску возросла»

В последние месяцы управляющие все больше задумываются не о закрытии текущего года, а о формировании позиции на следующий. Для решения этой задачи я предпочитаю абстрагироваться от текущей конъюнктуры рынка и посмотреть на глобальные графики.

Для начала самое простое — S&P и золото. Графики показывают, что рынки в среднем растут, но этот рост неравномерен. Многолетние периоды роста рынка сменяются периодами стагнации. Это характерно как для акций, так и для товарных рынков. Если говорить про золото и индекс S&P, то периоды роста и стагнации этих активов противоположны: если акции находятся в зоне роста, то золото стагнирует, и наоборот. S&P находится, похоже, в той же стадии, в которой он находился в начале 80-х годов: тогда, после пятнадцатилетнего бокового тренда, сопровождавшегося парочкой кризисов, когда акции падали в два раза, индекс наконец пробил свои исторические максимумы и перешел в стадию роста. Рост продолжался двадцать лет.

Рисунок 1
Индекс S&P, 1941–2011 годы



Источник: Bloomberg

С началом восьмидесятых годов нынешнюю ситуацию на рынке объединяет и поведение нефти. Причины падения были, кстати, схожи — разработка новых технологий (тогда это было глубоководное бурение). Первый вывод, который мы можем сделать уже сейчас — есть смысл иметь длинную позицию в акциях и обходить стороной драгметаллы.

Что касается нефти и других коррелирующих commodities, то об этом сказано в последнее время много, и консенсус заключается в том, что мы будем наблюдать боковой тренд, где рынок будет колебаться. Для нефти этот коридор видится в интервале от $40 до $55. Рынок со временем привыкает к этим движениям и перестает на них реагировать.

Весьма распространенное на рынке заблуждение, что нельзя инвестировать в акции на фоне растущих ставок в США. Влияние ставок на рынок преувеличено: график, приведенный на Рисунке 4, показывает, что эта зависимость в прошлом была мала. То же самое мы будем наблюдать и в 2017 году. Именно сильный рынок позволяет Федрезерву повышать ставки. При слабом рынке ставки не растут.

DEVELOPED MARKET ИЛИ EMERGING MARKET?

В течение последних десяти лет развитые рынки обгоняют развивающиеся. Эта тенденция стала особенно явной с 2011 года. Похоже, в 2016 году она сломалась. Это отчетливо видно на Рисунке 5, где изображено соотношение индексов RTS и S&P. С точки зрения психологии характер торгов значительно поменялся. Уже год работает правило «покупай на просадках». До этого работало противоположное правило. Страха на рынке стало меньше, склонность к риску возросла. 2014 год показал, как опасно отсутствие диверсификации странового риска: многие клиенты ищут идеи на зарубежных рынках. Но полностью отказываться от инвестиций в российские акции неправильно.

Я не специалист в зарубежном рынке, поэтому предпочитаю индексный подход. Этот подход работает и на российском рынке, но здесь уже можно выбирать. Для повышения эффективности инвестиций можно искать отдельные инвестидеи, а можно руководствоваться правилом negative selection — отбросить идеи с сомнительным потенциалом.

В числе сомнительных идей — акции компаний нефтяной отрасли:

- Боковой тренд на товарных рынках, в частности, в нефти, и, как следствие, отсутствие роста выручки.
- Привычка решать бюджетные вопросы за счет дополнительных налогов с нефтяных компаний лишает инвестора последней надежды.
- Наконец, инфляция, которая будет давить на расходы, хотя этот пункт не самый критичный.

Также думаю, что рост на рынке ритейла «выдохся». И самые эффективные в прошлом компании (например, Магнит) не будут показывать выдающейся динамики акций в обозримом будущем: время экспансии на неорганизованную торговлю и роста доходов населения прошли. Возможен рост в менее эффективных компаниях за счет повышения эффективности бизнеса, но не более того.

В числе интересных вложений — акции банков. Статистика говорит о прекращении роста резервов и даже о росте в ряде банков розничных портфелей. Этот разворот в качестве активов может изменить тренд банковской стагнации, а цифры прибыли по многим компаниям в следующем году нас могут удивить. Единственное, о чем остается сожалеть — банковских имен на нашем рынке практически нет.

Рисунок 2
Динамика стоимости золота, 1962–2012 годы

РУБЛЕВЫЕ БОНДЫ — LONG ИЛИ SHORT?

На рынке рублевых облигаций борются две противоположные тенденции.

Тенденция № 1.

Российские бумаги крайне интересны зарубежным инвесторам. Общемировая практика показывает, что на долгом промежутке времени высокая ставка по валюте развивающейся страны интереснее низкой ставки, получаемой по валюте страны с развитой экономикой. Это с учетом ослабления валюты развивающейся страны. После этого волны

Рисунок 3
Динамика курса цены на нефть марки Brent, 2011-2016 годы

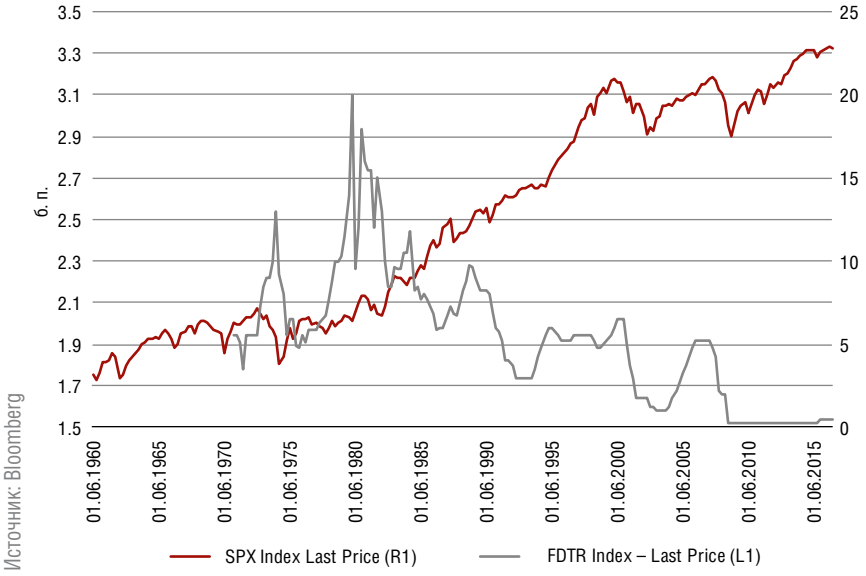


Рисунок 4
Индекс S&P в соотношении с индексом FDTR, 1960–2015 годы

девальвации инвестиций в рубль становятся еще более интересными. Неравновесная ситуация на нефтяном рынке ушла, ожиданий по дальнейшему снижению цены на нефть нет. Следовательно, нет и ожиданий по падению рубля. А значит — long рубль и long ОФЗ. Ликвидность со стороны зарубежных инвесторов поддержала рынок ОФЗ в 2016 году.

Тенденция № 2.

Инфляция. Даже если мы увидим снижение инфляции до 4% процентов, это будет достигнуто ценой высоких ставок на денежном рынке. Через год ЦБ встанет перед выбором:

• Удерживать относительно высокую ключевую ставку на очень долгом горизонте времени и не позволять повышаться инфляции выше 4%.

• Снижать ставку, но это вызовет рост инфляции. В этом сценарии и инфляция, и ставка встретятся где-то на уровне 5.5%, то есть мы вернемся к ситуации до 2014 года.

Похоже, что ЦБ намерен идти по первому пути. Но по какому бы пути ЦБ не пошел, мы увидим доходность длинных ОФЗ на уровне 7–8.75% годовых, причем 7% мы сможем увидеть при признаках снижения ключевой ставки ниже 7%, что сейчас выглядит слишком агрессивно.

Скорее всего, ОФЗ интересны при ставках выше 8.5%, а при ставках ниже 8% их надо продавать. Для российского банка, ставка фондирования которого на 2% выше ставок ОФЗ, долгосрочная позиция в этих бумагах выглядит непривлекательно. Я не исключаю, что стратегически правильной окажется позиция short ОФЗ, банки в этом случае получат положительное carry в размере 2%, что не так и плохо в текущей ситуации. Конечно, такой трейд можно делать только при доходности ОФЗ ниже 8%.

Не стоит забывать и о проблемах с бюджетом — они не дадут вырасти гос-облигациям. Ставки сейчас вполне приемлемые для Минфина, и даже сильный нерезиденский спрос будет встречен увеличением объема эмиссии бумаг.

Что касается рублевых корпоративных облигаций, то с большой степенью вероятности этот рынок ожидает стагнация. Кредитные премии по последним выпускам достигли своих исторических минимумов. Конечно, ожидаемое в следующем году снижение ключевой ставки обеспечит заработок в этом сегменте рынка, но он будет несравним с тем, что мы видели в этом и тем более в прошлом году.

А вот что касается еврооблигаций, то здесь ситуация более интересная. Волна роста на этом рынке закончилась. Но здесь могут заработать как российские банки, потому что стоимость заимствования в долларах по-прежнему достаточно низка, так и фонды и частные инвесторы —им неинтересно размещать депозиты под низкую ставку. Интересны российские еврооблигации и зарубежным инвесторам: кредитная премия по ряду корпоративных имен достаточно низка. Например, ставку 7% на американском рынке евробондов можно получить, купив бонды компании US STEEL с показателем DEBT/EBITDA на уровне 10. А доходность 8% имеют бонды компании Cheasapeake Energy с рейтингом CCC. Пока что сопоставимые по качеству российские облигации зачастую имеют кредитную премию, которая в 2017 году позволит нашему рынку более мягко пройти период повышения ставок в США.

Рисунок 5
Соотношение индексов RTS и S&P, 2009–2015 годы