

## Взгляд на рынок

# Гонка девальваций, снижение ставок и российские акции как инвестиционная возможность

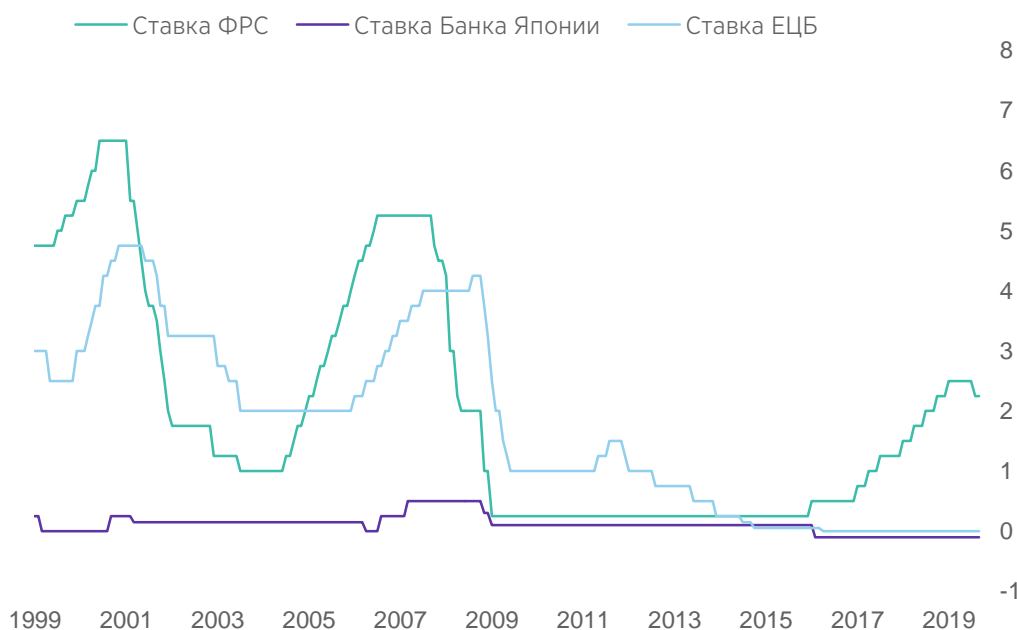
Инвесторы во всем мире сейчас находятся в затруднительном положении. Все понимают, что глобального экономического роста не будет: Китай и США снижают темпы, остальные уже близки к рецессии. Центральные банки удерживают низкие ставки, что приводит к отрицательной доходности на долгом рынке. Покупать активы с низким риском невыгодно, поэтому нужно рисковать.

### Что происходит сейчас?

Уже пару лет звучат разговоры о том, что мы находимся в поздней стадии экономического цикла, а значит близки к коррекции на рынках капитала. Несмотря на рекордно низкую за 50 лет безработицу, экономика США замедляется. К сигналам будущей рецессии относятся снижающийся Индекс деловой активности PMI и падающие темпы прироста дохода крупнейших американских компаний. В августе произошла инверсия кривой американских казначейских бумаг (разница между доходностями 2-х и 10-летних US Treasuries стала отрицательной) и разговоры о рецессии стали еще громче.

Отсрочить коррекцию может решение мировых центральных банков пуститься в гонку девальвации валют. С высокой степенью вероятности они продолжат снижать ставки: те у кого, сейчас положительные, будут стремиться опустить их в нулевую зону (например, США); те, у кого отрицательные, скорее всего, перейдут уже на стадию количественного смягчения (еврозона, Япония, Швейцария).

### Ставки мировых центральных банков



Источник: Bloomberg

Центральные банки меняют тактику: если раньше они считали таргетом инфляцию, и начинали действовать, когда та пробивала определенный уровень, то сейчас – предпочитают превентивные меры.

ФРС еще действует по старой схеме, тогда как ЕЦБ уже дает мягкие комментарии, что уровень инфляции может плавать, а они пока будут проводить денежное стимулирование. Теперь регуляторы будут реагировать не на произошедшее, а на то, что еще не произошло.

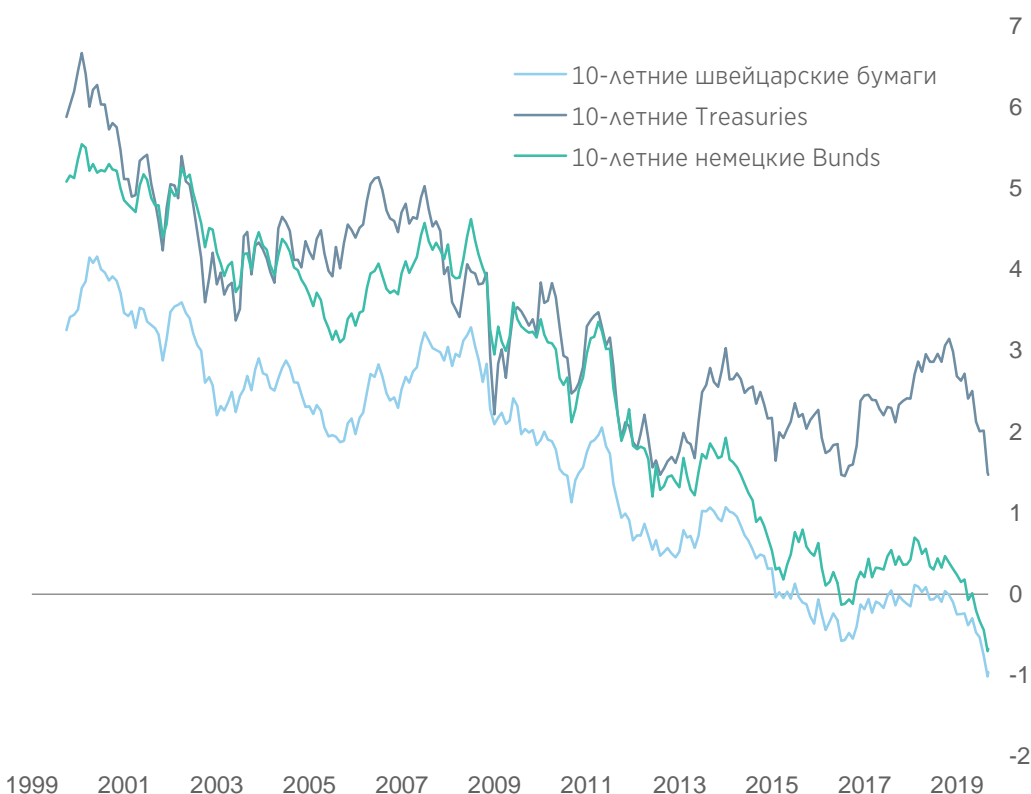
Растущая волатильность на рынках из-за обострения торговой войны между США и Китаем также может подтолкнуть центральные банки к снижению ставок.

На мой взгляд, в такой ситуации хранить деньги в кэше не просто не выгодно, а опасно. Сбережения в евро сегодня дают отрицательную доходность (в среднем -0,3%) и это при инфляции в 1-1,5%. То есть ежегодно деньги девальвируются примерно на 1,5%. Та же история, если хранить деньги во франках, чуть лучше – в йене или долларе. Теоретически это приведет к ситуации, когда инвесторы во всем мире начнут трансформировать свои накопления во что-то, что не приносит минуса. Здесь возникает вопрос:

## Какие классы активов станут интересны?

Самый очевидный вариант – государственные облигации, но у них очень низкая доходность. За август объем долга, который торгуется с отрицательной доходностью, увеличился с \$13 трлн до почти \$17 трлн. При этом реакция инвесторов на негативные события становится все более острой. Яркий пример – Аргентина, где из-за политического кризиса цена облигаций упала с 80% до уровней ниже 40% от номинала.

### Доходность гособлигаций, %



Источник: Bloomberg

Рынок облигаций разделится на две части: надежные бумаги с нулевой доходностью и доходные, но на грани дефолта. Инвестору нужно будет лавировать где-то между. Покупать высокодоходные облигации не слишком разумно. В условиях замедляющейся экономики высокую доходность по облигациям обычно дают только компании с большой долговой нагрузкой и снижающейся долей рынка. Период стагнации или рецессии опасен для этого сегмента: возможны дефолты, потому что в какой-то момент инвесторы поймут бесперспективность происходящего и перестанут давать деньги в долг.

В такой ситуации будет расти золото. Вероятно, не очень сильно, не галопирующими темпами, но уверенно, потому что определенная часть ликвидности будет уходить туда. От этой ситуации, кстати, может выиграть Банк России, который закупал в свои резервы золото в течение последних лет.

На фондовом рынке фокус внимания инвесторов может сместиться с дорогих акций быстрорастущих компаний (growth stocks) на недооцененные бумаги эмитентов, которые не показывают высоких темпов роста, но стабильно выплачивают дивиденды (value stocks).

### Соотношение Value Stocks и Growth Stocks



Источник: Bloomberg

Потенциал роста, к примеру, технологического сектора, практически исчерпан. Дополнительный фактор риска заключается в том, что в структуре доходов этих компаний большая доля рекламных, а при замедлении экономики расходы на рекламу режут в первую очередь. Иными словами, доходы могут не просто перестать расти, но и начать снижаться.

Обратная картина с value stocks: сейчас они относительно дешевы и не интересны инвесторам, так как не растут высокими темпами. Зато у них устойчивая к рецессии бизнес-модель и стабильный дивидендный поток. Как правило, эти компании сосредоточены в сырьевом секторе или секторе коммунальных услуг. Недавно Марко Каланович из JP Morgan писал, что, по его мнению, value stocks фантастически недооценены, и в этом цикле может произойти большая ротация: инвесторы начнут конвертировать акции роста в акции стоимости.

Если такая ротация произойдет по всему миру, то деньги могут начать концентрироваться не только на американском рынке, как источнике роста, но и распределяться за его пределами. В эту историю очень хорошо вписывается российский рынок.

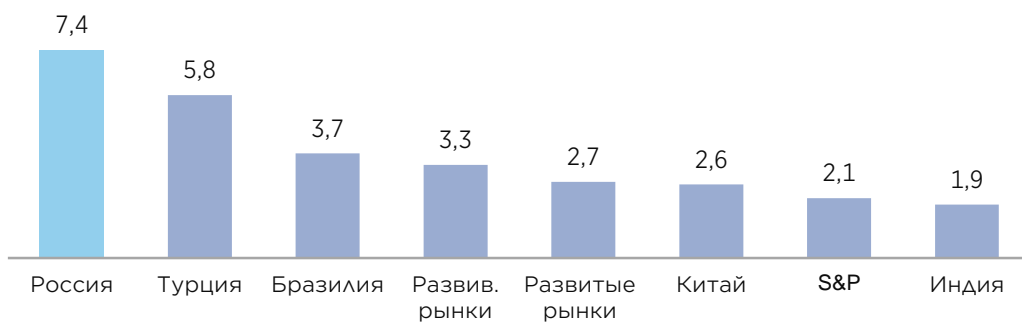
### Почему российский рынок?

Почти все российские акции попадают под категорию так называемых stocks like bonds – не растущие значительно в цене, но приносящие инвесторам регулярные дивиденды.

За пять лет с момента введения санкций на российском рынке публичных компаний произошла достаточно большая эволюция. До 2014 года (а особенно до 2008 года) российские компании активно наращивали долг и пытались агрессивно расти за счет дешевого доступа к ликвидности и возможности делать большие покупки. В 2008-10 гг. наступил кризис ликвидности, а после мы испытали на себе сразу три шока: стагнация экономики, затем падение цен на нефть и фактически рецессия, и заключительный аккорд – санкции, которые сделали привлечение на иностранных рынках практически невозможным. В этот момент российские публичные компании – лидеры рынка – стали делать приблизительно одно и то же: вкладывать достаточно много средств в эффективность (яркий пример – металлургический сектор), снижать долг и весь денежный поток пускать не на приобретения, а на дивиденды.

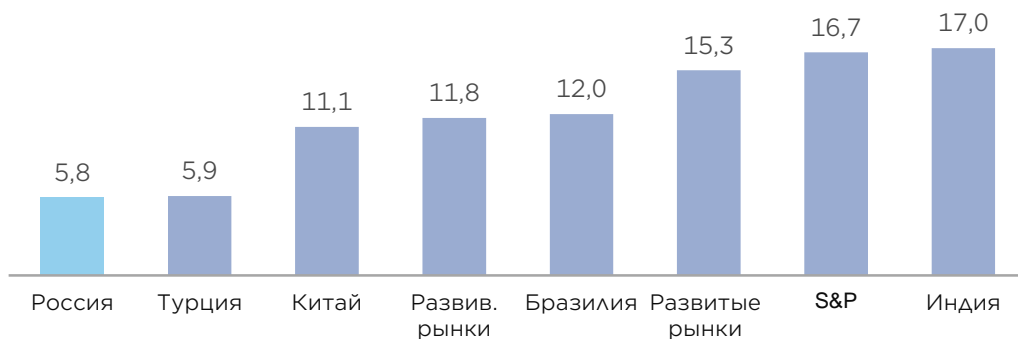
В последние годы выросли цены на сырье, к тому же оправдала себя ставка на эффективность. В итоге, мы получили одну из самых высоких дивидендных доходностей в мире (у индекса РТС – более 7,4%). Если в 2020-21 гг. госкомпании начнут направлять на дивиденды 50% прибыли, как того требует Минфин, то дивидендная доходность индекса при текущих ценах может стать 8-9% (хотя некоторые компании – Норильский Никель, МТС, Вымпелком и другие – уже сейчас платят более 10%).

### Дивидендная доходность России в сравнении с другими рынками, %



Источник: Bloomberg

### P/E России в сравнении с другими рынками



Источник: Bloomberg

Для сравнения: ближайший рынок по дивидендной доходности – Турция, экономика которой уже действительно находится в рецессии, а политические власти делают все, чтобы дестабилизировать ситуацию. В среднем, дивидендная доходность развивающихся рынков равна 3-3,5%, индекса S&P 500 – 2,1%. То есть по дивидендам мы в полтора раза лучше Турции, в два раза – развивающихся рынков и в 3,5 раза – индекса S&P.

При этом российские бумаги очень дешевы: значение P/E (рыночной капитализации компании к ее годовой прибыли) индекса РТС равно 5,8 против 16,7 у индекса S&P 500. Соответственно, российский рынок в 3 раза дешевле, чем американский.

Если смотреть на нашу макроэкономику с низким долгом, большими золотовалютными резервами, предсказуемой денежно-кредитной политикой, подконтрольной инфляцией и высокими реальными ставками, а также не рецессией, а стагнацией, то российские активы выглядят привлекательно. Но есть нюанс: мы находимся под санкционным давлением и инвесторам не интересно покупать Россию. С 2016 года иностранные деньги из российских активов уходили (ETF RSX с начала 2016 года вырос на 72%, в то время как инвесторы забрали из него 58% активов). При этом – что уникально – рынок растет (даже с начала года +18,5%). Он растет на внутренних деньгах: моя субъективная оценка, что все это время иностранцы продавали, а русские – покупали. Иначе тот объем ликвидности, который был до 2014 года, должен был снизиться на 30-50%.

### Количество паев и динамика ETF RSX



Источник: Bloomberg

### Что будет дальше?

Статистически инверсия кривой случается за полтора-два года до рецессии, в которые индексы акций обновляют свои максимумы.

Текущая ситуация может привести к бурному росту российского рынка акций. И первым сигналом станут реинвестиции дивидендов, которые поступают на счета уже в настоящий момент. Если 10-20% от выплаченных в этом году компаниями дивидендов (\$32 млрд) вернутся на рынок, то это будет означать приток до \$6 млрд. Суммарный дневной объем торгов на МосБирже – около \$1-1,5 млрд. Без давления на рынок можно купить около 20% от объема. Это означает от 15 до 30 дней чистой покупки на российском рынке. Предположить, что это не окажет влияния на цену активов, сложно.

В условиях неопределенности локальные инвесторы заняли выжидательную позицию. Любые хорошие новости могут привести к тому, что осенью инвесторы станут выходить из защитных позиций и вкладываться в акции. 10-процентная коррекция рынка, которая произошла в августе, сделала еще более привлекательным момент входа на рынок.

Приток иностранных инвестиций может начаться, если произойдут какие-то позитивные события на политическом олимпе.

Снятие санкций выглядит нереалистично, но ослабление давления возможно. Независимо от активных попыток заблокировать «Северный поток - 2», немецкие промышленники лоббируют этот амбициозный проект. Им нужен надежный поставщик газа и на это завязана большая часть промышленности Германии. США пытались ввести санкции на «Северный поток - 2», но Германия выступила жестко против. До этого они, кстати, вставали на защиту РУСАЛа, и это помогло снять санкции с компании. Еще один косвенный признак улучшения отношений – Volkswagen обязался инвестировать в производство в России 61,5 млрд рублей.

Плюс проблемы со здоровьем канцлера Ангелы Меркель могут привести к тому, что она покинет свой пост раньше 2022 года. Вряд ли новый человек будет настроен к России негативнее, чем она. Потенциально позитивный признак виден в отношениях с Украиной и даже с Америкой. Дональд Трамп сделал яркое заявление, что хотел бы видеть Россию в G8. Мы слышим позитивную риторику со стороны Франции. А обострение между Британией и Европой, вероятно, снизит возможности первой транслировать жестко негативное отношение к России и влиять на Евросоюз.

Важный момент: я полагаю, что даже если на рынок придут иностранцы, то российские инвесторы не будут продавать акции, потому что альтернатив для покупки нет. Соответственно, активы просто будут расти в цене: индекс в целом, а особенно те бумаги, которые сегодня выглядят наиболее дешево и отстают от индекса. Уникальность ситуации в том, что в случае неудачи массовых распродаж не будет: сейчас на рынке почти нет иностранных инвесторов, которые могут ее спровоцировать. Но если все перечисленные мной факторы неожиданным образом сложатся, то российский фондовый рынок из-за его небольших размеров может очень значительно вырасти – на 30-50%.

Это уравнение с большим числом неизвестных, но в целом российский рынок выглядит как сжатая пружина: очень дешев, никому не нужен, при этом относительно высокого качества; и если он кому-то понадобится, то начнет стремительно расти в цене.

В подтверждение этой идеи мы запускаем ATON Special Fund – фонд, который не имеет аналогов на российском рынке.

# Раскрытие информации

Настоящий маркетинговый материал не предназначен для широкого распространения. Все получатели данного маркетингового материала являются лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями, или лицами с высоким уровнем собственного капитала либо прочими лицами, которым данный маркетинговый материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»). Данный материал не может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен только указанным получателям материала и имеет отношение только к указанным получателям материала. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений. Выпуск и распространение маркетингового материала и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий материал предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного материала в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах.

Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Информация, содержащаяся в настоящем маркетинговом материале, не является инвестиционно-аналитическим продуктом.

Информацию, содержащуюся в данном маркетинговом материале, не следует рассматривать в качестве предложения, приглашения или побудительной причины приобрести либо продать те или иные ценные бумаги либо прочие финансовые инструменты; **она не является советом или индивидуальной инвестиционной рекомендацией, либо другой формой выражения нашего мнения о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или иной финансовый инструмент вашим ожиданиям по доходности от операций с финансовыми инструментами, о периоде времени, за который определяется такая доходность, а также о допустимом для вас риске убытков от таких операций, если вы не являетесь квалифицированным инвестором, или иным вашим интересам.** Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном маркетинговом материале ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Производные финансовые инструменты

(опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Номинированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование. Информация, содержащаяся в настоящем маркетинговом материале, не является инвестиционно-аналитическим продуктом. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. На данный маркетинговый материал не распространяются какие-либо запреты относительно распространения инвестиционно-аналитических продуктов. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни целиком, ни частично не содержит намеренно неверно изложенной информации. Всякое упоминание по тексту маркетингового материала на получение рейтинга от Национального рейтингового агентства предполагает ссылку на получение такого рейтинга компанией ООО «АТОН», входящей в группу «АТОН».

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515) имеет лицензии:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам