ОТ ОБЛИГАЦИЙ — К ДИВИДЕНДНЫМ ИСТОРИЯМ

АЛЕКСАНДР ГОЛОВЦОВ,
глава управления аналитических исследований УК «Уралсиб»

Рублевые облигации последние два года были безоговорочным лидером финансовых рынков по доходности и популярности среди инвесторов. Покупка долгосрочных ОФЗ в начале марта 2016 года принесла совокупный доход почти в 40%, тогда как индекс Мосбиржи (с учетом дивидендных выплат) — менее 35%. Глобальные фондовые индексы в рублевом выражении выглядели еще скромнее. Учитывая кратную разницу в волатильности между акциями и долгами, вполне логично, что российские инвесторы обеими руками голосовали за облигации: почти весь приток на рынок коллективных инвестиций складывался именно за счет облигационных паевых инвестиционных фондов (ПИФ).

Однако к нынешней весне ключевые факторы поддержки внутреннего долгового рынка были по большей части отыграны. А к осени могут быть отыграны полностью. Доходность к погашению двух-трехлетних ОФЗ с фиксированным купоном вплотную приблизилась к минимумам 2013 года — 6% годовых. Это также соответствует самым оптимистичным прогнозам по ключевой ставке Центробанка. При сохранении благоприятной конъюнктуры сырьевых рынков и консервативной бюджетной политики избыточная внутренняя ликвидность может на время увести облигационные ставки и ниже 6%, но вряд ли значительно. Одновременно происходит быстрое повышение стоимости долларового фондирования, уменьшающее привлекательность рублевых облигаций для хедж-фондов и других зарубежных игроков со сравнительно коротким горизонтом вложений.

Тем временем многие эмитенты акций проделали серьезную работу по повышению эффективности бизнеса и улучшению корпоративного управления. Большинство госкомпаний, составляющих основу российского фондового рынка, перешли на выплату дивидендов в размере 50% прибыли по МСФО или приближаются к этому уровню. Многие частные компании, особенно в сырьевых секторах, телекоммуникациях и электроэнергетике, выплачивают весь или почти весь свободный денежный поток. В результате дивидендная доходность более чем 20 сравнительно ликвидных акций уже превышает шестипроцентный ориентир ставки по облигациям. Причем у лучших акций это превышение двукратное.

Поскольку динамика российского, да и глобального, ВВП остается на редкость слабой, зарабатывать на фондовом рынке можно будет в первую очередь за счет дивидендов. Компании, способные поддерживать серьезный рост прибыли, за редким исключением уже оценены по очень высоким мультипликаторам. «Дивидендные» же истории выглядят очень дешево по сравнению с облигациями. Эта дешевизна уже начинает привлекать инвесторов: с февраля мы наблюдаем первые значимые притоки капитала в ПИФы акций за последние несколько лет. По мере постепенного снижения доходности облигационных фондов с прошлогодних 10–12% годовых до 6–7% к концу текущего года эти притоки наверняка будут усиливаться. Похожая ситуация наблюдалась на развитых рынках акций в 2013–2015 годах: после снижения долгосрочных ставок первыми начинали расти «дивидендные» сектора — здравоохранение, недвижимость, телекоммуникации, электроэнергетика и т. п. Из-за общей сырьевой направленности российского рынка отраслевые приоритеты вложений здесь могут отличаться. Поэтому эффективнее будет сконцентрироваться на выборе конкретных эмитентов с повышенной дивидендной доходностью. Лучшие из которых, по нашей оценке, могут удвоить акционерную стоимость за счет сокращения премии между дивидендами и облигационными ставками.