

войны», влияют на уровень цен, так как китайские товары становятся дороже. В случае если бы ФРС продолжала повышение ставки, росла бы и стоимость кредитов, что в конечном счете также повлияло бы на стоимость продуктов и услуг. В таком случае уровень цен в экономике будет находиться под двойным давлением. «На решение Китая о введении тарифов ФРС влиять не может. Однако там могут перестать повышать либо же могут снизить ставку, чтобы ослабить давление на цены. Именно это сейчас и происходит», — отмечает господин Осмачек.

Обострение отношений между США и Китаем усилило беспокойство инвесторов не только относительно экономик этих стран, но и всего мира. Согласно августовскому опросу портфельных управляющих, проведенному аналитиками Bank of America Merrill Lynch, число респондентов, уверенных в том, что в течение ближайших 12 месяцев темпы роста мировой экономики замедлятся, на 48% превысило число тех, кто ждет ускорения роста. При этом выросло число инвесторов, кто не

исключает глобальной рецессии. Такого развития событий не исключил каждый третий опрошенный.

В таких условиях инвесторы активно сокращают вложения в акции и уходят в защитные активы — такие как золото и US Treasuries. «Органический рост компаний замедляется, они генерируют меньше прибыли, акции растут медленно, при этом риск падения увеличивается. В таких условиях инвесторы ищут активы, дающие меньшую прибыль, но более надежные, чтобы не потерять уже заработанное. Инструменты с фиксированной доходностью становятся наиболее привлекательными, что подстегивает их стоимость вверх», — отмечает персональный брокер «Церих Кэпитал Менеджмент» Алексей Уразаев.

Снизившиеся ставки на американском рынке потянули за собой ставки на рынках развитых стран, а также развивающихся стран. Доходности суверенных долгов ведущих европейских стран снизились с начала года на 0,9–1,4 п. п. В результате этого снижения ставки по долгам Франции и Гер-

мании ушли в отрицательную зону и составили соответственно минус 0,4% и минус 0,7%. «Отрицательную доходность уже давно дают такие развитые страны, как Швейцария и Япония, из-за высокой надежности вложений», — отмечает Алексей Уразаев.

Интерес международных инвесторов проявляют и к суверенному долгу России. Доходность десятилетних российских еврооблигаций снизилась с начала года на 1,3 п. п., до 7,3%. Примечательно, что интерес вырос не только к внешнему, но и к внутреннему рынку. По последним данным ЦБ, в период с января по июль нерезиденты вложили в ОФЗ 736 млрд руб. «В условиях, когда доходности во всем мире снижаются, а то и показывают отрицательные значения, инвесторы пытаются максимизировать отдачу своих вложений. В поисках лучшей доходности они начинают вкладываться в более рискованные корпоративные облигации и облигации развивающихся рынков», — отмечает Сергей Осмачек. По его мнению, Россия среди развивающихся рынков отличается привлекательными макро-

показателями (уровень долга, инфляция, дефицит бюджета). Российские облигации дают сравнительно хорошие доходности, что и является причиной повышенного интереса инвесторов.

Вместе с тем аналитики советуют с осторожностью относиться к вложению в рублевый долг, который в отличие от US Treasuries сложно отнести к «тихой гавани». Обострение геополитической ситуации, турбулентности на мировом финансовом рынке, падение сырьевых рынков из-за замедления мировой экономики могут повысить риски на российском рынке и вынудить к бегству международных инвесторов. Наглядным примером стало введение в начале августа второго пакета санкций по «делу Скрипалей», который затронул часть российского суверенного долга. В таких условиях иностранные инвесторы, по оценкам ЦБ, в первые четыре дня августа продали ОФЗ на 19 млрд руб. Только после разъяснений Минфина США, что санкции коснутся только еврооблигаций, интерес к рублевому долгу восстановился ●



«РЫНКОМ ПРАВИТ ИРРАЦИОНАЛЬНОСТЬ»

РАВИЛЬ ЮСИПОВ,
заместитель гендиректора
по фондовым операциям УК ТФГ

На мировом долговом рынке произошло редкое явление: инверсия кривой доходности американских облигаций. Судя по историческому опыту, это признак грядущей рецессии американской экономики.

Рынками правит страх. Рынки становятся иррациональными. Каждый его участник, являясь рациональным, в совокупности с другими образует совершенно иррациональную массу, то есть рынок. Подобный парадокс не редкость нашего бытия и это любимая тема математиков, физиков и философов. На фоне угрозы торгово-валютных войн и слабых макроданных в разумах участников рынков сейчас одно слово — рецессия. Всеми любимым

индикатор угла наклона доходности десятилетних и двухлетних казначейских облигаций США стал в моменте отрицательным. Существует статистически подтвержденный догмат, что это не к добру. Игроки сходятся во мнении: нужен risk-off, а значит, любой профессиональный управляющий, как рациональный индивидуум, должен начать процесс иммунизации риска. И вот здесь возникает вопрос: правильно ли быть рационалом? Насколько исторические паттерны сохраняют свою предсказательную силу сегодня? Последний раз отрицательный спред между краткосрочными и длинными долгами был в 2000 и 2006 годах, после чего рынки акций испытывали падение: в 2000 году это кризис доткомов, а в 2007–2008 годах ипотечный кризис. В то время не было понимания у финансовых регуляторов — спасать рынки за счет предоставления ликвидности или нет. Если бы Lehman Brothers была бы предоставлена ликвидность — коррекция на рынках была бы мягче. Всем известно: банки «падают» не от низкого капитала, а от отсутствия ликвидности. Осознав это, регуляторы во всем мире внедряли политики окончательных смягчений и по окончании очередного раунда запускали новый — в явной или косвенной

форме. Сами учетные ставки стали частью этой политики наравне с политикой резервирования, нормирования, новых стандартов учета МСФО (да-да, банковскими балансами правят НТМ-счета), программ по выкупу активов на баланс центральных банков, докапитализации финансовых институтов и даже фискального стимулирования. К этому добавились торгово-валютные войны с появлением новых торговых союзов, санкции и быстрое изменение валютной структуры торговых балансов, СТО и ЗВР. Результатом новой глобальной парадигмы управления рисками стала иррациональность рынков. Индекс долговых активов с отрицательной доходностью Barclays Bank/Bloomberg (BNYDMUV) вырос с начала 2019 года более чем в два раза и превысил на середину августа уровень \$16 трлн. Вот несколько примеров иррациональности: кривая гособлигаций Германии ушла в отрицательную зону, облигации Греции с рейтингом В+ торгуются в районе 1% в евро, что на уровне «Газпрома», у которого рейтинги BBB и долговая нагрузка (долг/EBITDA) в районе «1». Другой пример — двузначная дивидендная доходность российских акций vs доходности облигаций тех же эмитентов на уровне 8%. И этот список можно продолжать.

У иррациональности есть одно плохое свойство — она сохраняется дольше, чем ликвидность. Вспоминая конец 2018 года и ту конъюнктуру рынков (инвесторы заняли тогда длинные позиции по рублю, по дюрациям, по акциям поступили как иррационалы) и отвечая на ранее поставленный вопрос о прогнозной силе исторических паттернов, я был бы осторожным в слепо следовании им. Эти паттерны работали в совершенно других финансовых парадигмах. Что же делать российскому инвестору на таком рынке? На всех этих внешних шоках российский рынок показывает исключительную резистентность с начала года, рубль укрепился на 5,5%, индексы акций и облигаций приросли. И этому есть рациональное объяснение экономической статистикой и повышением суверенных рейтингов. По макроданным есть сильные цифры: золотовалютные резервы растут, сальдо торговых операций по году превысит \$100 млрд, профицит бюджета более 3%, инфляция снижается, долг/ВВП падает, ключевую ставку начинают снижать. Конечно, есть и слабые цифры: падение реальных располагаемых денежных доходов населения, долговая нагрузка населения растет, темпы роста ВВП в 2019 году ожидаются чуть больше 1%.

По российским активам. Опираясь на статистику и текущий дифференциал ставок, я бы сохранял длинные позиции по рублевому долгу от уровня 66 руб./\$. В рублевой кривой в базовом прогнозе я бы сохранял прогноз на дальнейшее снижение доходностей 10–15 б. п. с сужением спредов между первым и вторым эшелонам корпоративных облигаций к ОФЗ. Интересные истории в рублевом рынке — выход Белоруссии и «Евроторга» открывает странам СНГ и российским инвесторам прекрасный баланс между риском и доходностью. В долларовой кривой я бы сохранял прогноз на дальнейший рост, охота на любую положительную доходность в твердой валюте продолжится, и российские еврооблигации будут также бенефициарами этого процесса. По долларовым облигациям я бы рекомендовал избегать среднюю часть кривой и резко нарастить качество портфелей. Сейчас не время для кредитного риска, качество is the king. Понизить объем плеча или увеличить долю кэша до 20%. Для агрессивных инвесторов рынок евробондов может предоставить интересные возможности на развивающихся рынках — Аргентина, Турция, Ближний Восток. Здесь я бы ограничился суверенными бондами и в корпораты не пошел.