

BUENA VISTA IMAGES / GETTY IMAGES

что цикл смягчения монетарной политики завершается, а доходности облигаций достигли экстремальных минимумов. Игра в бонды и длинную дюрацию подходит к концу. Тем, кто от безысходности покупает облигации, сейчас остается лишь верить, что в будущем появятся другие неудачники, которым можно будет продать эти облигации по более высокой цене. Перед остальными стоит задача не стать проигравшими, и поэтому всем следует быть крайне осторожными с новыми покупками: центральные банки могут отказаться от роли «лузеров последней инстанции», и тогда держателям облигаций не позавидуешь.

В поисках дохода: акции

Низкие ставки заставляют институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, страховые компании, хедж-фонды и инвестбанки, брать больший рыночный риск на фондовом рынке. Акции, которые в 2018 году принесли инвесторам массу разочарований, в 2019 году демонстрируют уверенный и мощный рост на притоках все новых и новых денег, которые выдавливаются на фондовый рынок низкими ставками. Никого не волнует, что низкие процентные ставки — это симптом очень опасной болезни всей (пока еще глобальной) экономики. Пока центральные банки накачивают рынок ликвидностью, компании показывают рост бизнеса на кредитном спросе и выкупают свои акции с рынка на заемные сверхдешевые деньги. Несколько лет назад появился даже специальный термин de-equitisation (дезакционирование или деэквитизация). Американский рынок акций деэквитизируется ежегодно начиная с 2011 года. В континентальной Европе и в Британии также сокращается общее количество компаний, чьи акции обращаются на биржах, количество IPO на Лондонской бирже в первом полугодии 2019 года оказалось самым низким за десятилетие.

Акции какое-то время продолжат свой рост, поскольку сверхнизкие процентные ставки означают, что компаниям дешевле взять долг для финансирования своей деятельности, чем использовать фондовый рынок для привлечения капитала. Выкуп компаниями собственных акций сейчас является хорошей новостью для инвесторов, хотя в будущем может обернуться проблемами для всех. Выкуп увеличивает прибыль на акцию как из-за сокращения количества акций, так и из-за снижения общей стоимости финансирования деятельности. Рыночное предложение акций продолжит сжиматься, а спрос расти. Дефицит всегда в цене.

С одной стороны, рост котировок привлекает все новых игроков, и акции обновляют максимумы, принося доходы своим текущим владельцам, а с другой стороны, оставшиеся в обращении акции настолько оторвутся от справедливых уровней своей стоимости, что превратятся в перегретые неликвидные активы, а сам фондовый рынок перестанет выполнять функцию источника капитала. Мировая экономика войдет в постфинансовый цикл.

Пока позитивный настрой на рынках доминирует, пока ФРС и другие центробанки вливают ликвидность, пока есть надежда на торговую сделку США и Китая, рынок акций будет приносить инвесторам высокие доходы. Но компании не могут выкупать акции вечно, потребности в капитале и в притоке новых денег возрастают. Финансовые показатели и европейских, и американских компаний ухудшаются, а инвестиции сокращаются. Даже технологические гиганты Кремниевой долины начинают сталкиваться с фундаментальными проблемами. Это скоро приведет к тому, что компаниям сначала придется заметно снизить объемы выкупа своих акций, а затем начать сокращать производство, сворачивать экспансию бизнеса и начинать увольнять сотрудников, что снизит как общие расходы бизнеса, так и потребительские расходы, которые в совокупности были драйвером роста ВВП в развитых странах.

МВФ в своем докладе заявил, что цены на акции в США и Японии, по-видимому, завышены, в то время как кредитные спреды на рынках облигаций (процентная разница в доходностях рисковых и безрисковых активов) являются слишком низкими, учитывая состояние мировой экономики. Вывод: инвесторам в акциях также следует быть начеку и готовиться закрывать позиции и выходить в наличные деньги.

В поисках дохода: развивающиеся рынки

В 2019 году на развивающихся рынках настоящий инвестиционный бум и, как следствие, пузырь активов. Инвесторы в поисках доходности забыли о прежних страхах и рисках и бросились покупать акции и облигации развивающихся стран. Социально-политические кризисы в Аргентине, в Чили, в Эквадоре, в Ливане и в Южной Африке, а также противостояние США с Турцией по сирийскому вопросу возвращают инвесторам некоторое ощущение реальности, но пока иллюзии быстрых доходов развеять окончательно не могут. Резкий рост объемов долга развивающихся рынков, происходящий на притоке средств иностранных инвесторов, охотящихся за доходностью, пока никого не смущает. Рынок биржевых фондов, ориентированных на покупку облигаций, достиг в этом году $1 трлн. Центральные банки развивающихся стран начинают копировать действия своих коллег из США, Европы и Японии, еще больше разогревая интерес инвесторов к активам на своих рынках и создавая иллюзию бесконечной ликвидности. Емкости развивающихся рынков меньше, чем развитых, там ралли происходит быстрее, а вот возможность абсорбировать излишнюю ликвидность у банковских систем развивающихся стран меньше. Этот бум закончится с ростом инфляции, а далее все пойдет по стандартному кризисному сценарию. Но время еще есть, и инвесторы пока счастливы.

Альтернативы

Очень низкие и отрицательные ставки вынуждают институциональных инвесторов переходить к более рискованным и менее ликвидным активам, таким, например, как структурные ноты с опционами или с займами частным компаниям и недвижимость. Но это неликвидные активы, и их ценообразование еще дальше от понятия «рыночного», чем текущее ценообразование на рынке акций.

В связи с этим более разумным выглядят инвестиции в золото и драгоценные металлы, но такой же блестящей динамикой, как, например, фондовый рынок, сектор драгоценных металлов похвастаться не может, что ограничивает интерес инвесторов к золоту.

Угроза глобальной рецессии

Отрицательные или сверхнизкие глобальные ставки сигнализируют о большой проблеме в мире. Еще большей проблемой является беспрецедентный уровень накопленных долгов, которые можно обслуживать только в условиях бесконечного расширения кредитования по околонулевым ставкам. Если и ФРС США снизит ставки до нуля, это станет признаком надвигающегося кризиса и последней попыткой удержать рынки от падения в условиях глобального экономического спада. Отрицательные ставки, перетекание капиталов по сегментам финансового рынка и переходы от экономики производства к экономике услуг в развитых странах уже не помогут. Нужна иная монетарная и фискальная политика. Но центральные банки своей мягкой кредитно-денежной политикой пока купили и себе, и всем нам время, и это время нужно провести с пользой ●