

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ: АВГУСТ-СЕНТЯБРЬ 2017 Г.

АЛЕКСЕЙ ГОЛУБОВИЧ, АЛЕКСАНДР ОРЛОВ

Рост фондовых индексов в США продолжается без существенных перерывов более полугода. Обвала рынка облигаций не произошло, несмотря на все прогнозы о завершении цикла низких доходностей и слабые намёки ФРС 26.07 о возможностях дальнейшего ужесточения монетарной политики. Основные виды минерального сырья также вновь дорожают, возвращая акции горнодобывающих и металлургических компаний ближе к годовым максимумам, подавая надежды на восстановления нефтяного сектора. Драгоценные металлы при этом не растут, что обычно бывает при невысокой оценке рыночных рисков. Два вопроса, интересующие в этой связи инвесторов:

- 1) **Все ли признаки "пузыря" в ценах на финансовые активы на лицо?**
- 2) **Что может стать "триггером" для существенной коррекции рынка (до 10% в S&P за пару месяцев)?**

Традиционные разновидности "черных лебедей", вроде смены курсов после выборов в Европе, "почти дефолтной" Греции и неприятностей у Трампа не ожидаются в сегодняшней ситуации, но это не значит, что ничего не может случиться, в т.ч. – в США.

Во-первых, есть все основания ожидать повышения "агрессивности" ФРС, т.е. - более жесткой, чем предполагает рынок, который ждет лишь одно повышение ставки - в марте следующего года. В первую очередь возможно еще одного повышение ставки в сентябре и начале сворачивания баланса ФРС (процесс, обратный QE) уже в декабре 2017г. Все это могут анонсировать на встрече директоров ФРС в Джексон Холе в конце августа.

Во-вторых, может произойти и обратное – рынок окажется прав в оценке продолжения мягкой политики ФРС, выгодной для инвесторов ("спекулянтов") и проводимой не ради одной лишь стабильности на рынках, но и ввиду ожиданий ухудшения ситуации в американской экономике. Крупные инвестиционные фонды первыми поймут, что надо "выходить" до явных признаков приближающейся рецессии. При условии пассивности ФРС это может спровоцировать обвал рынка. В Европе уже идущие "преждевременные" разговоры о сворачивании стимулов ЕЦБ, продолжающийся "не по плану" BREXIT и внезапно окрепший до \$1.17 евро не дадут местной экономике продолжить рост. Ведь несмотря на жалобы большинства стран ЕС о спаде в экономике, темпы роста мирового ВВП в 2017 г. ускоряются в основном за счет Еврозоны и Китая (при стабильных ВВП США и Японии). И в итоге фактор ухудшения макроэкономики перевесит позитив, возникающий в случае завершения в III квартале текущей фазы повышения ставок ФРС.

В-третьих, "кадровое обновление" в Китае перед Съездом КПК осенью (скорее всего - в ноябре), может вызвать распродажи китайских активов (инсайдерами, а затем и иностранными фондами). Известно, что в стране раз в 5 лет проходит смена значительной части властной верхушки, а Председатель Си должен консолидировать власть. В итоге это может пагубно сказаться на сырье, особенно – металлургическом, и на ценах активов всех развивающихся рынков. Другой

традиционный риск Китая в виде огромного корпоративного долга (160% от ВВП), который рано или поздно не будет полностью погашен (т.е. способен создать дыру в балансе страны на сотни миллиардов долларов), а именно намёк на продолжение повышения ставок в мире может стать триггером для сокращения портфелей китайских долгов. Считается, что до этого конгресса г-н Си не рискнет «раскачивать лодку», но сразу после консолидации власти он может попробовать «выпустить пар» из системы, тем более он много говорил про это в последнее время, упрекая местные власти и менеджеров госкомпаний в излишнем наборе долга для финансирования роста.

В-четвертых, игнорируя такие проблемы Трампа, как сохранение программы Obamasage и скандал с "кибератаками", нельзя недооценивать "войну" его администрации с отдельными корпорациями, и в т.ч. с крупнейшими акционерами "технологических компаний" (например - "Amazon" и "Washington Post"). Усиливается общее давление на технологов со стороны регуляторов. Так же, как 20 лет назад (когда была "атака" властей на табачников) и 10 лет назад (на финансовый сектор), сегодня власти не могут допустить "перекоса", когда рост отдельных сегментов стал "нездоровым", то есть – наносящим заметный ущерб другим отраслям и рынку труда. И, когда основные деньги сосредотачиваются в технологическом секторе, а концентрация крупнейших по капитализации компаний и состояния там слишком высоки – нужно "принимать меры". Например, затеявая антимонопольные расследования в сфере Интернет-торговли и ограничивая возможности производства компонентов за границей с почти беспошлинным ввозом в США.

Когда же ожидать коррекции в акциях, облигациях и "во всём", если высказанные предположения верны? Вторая половина августа и сентябрь - с высокой степенью уверенности. В августе, как и в сентябре, рынки растут крайне редко: -1.2% и -0.65% в среднем за 30 лет против +2% в апреле и декабре. Поэтому кроме возможных "триггеров", важно понять, какие еще краткосрочные и среднесрочные экономические факторы, уровни цен активов и международные перетоки капиталов могут за эти два месяца повлиять на рынки. И если в большинстве классов активов мы увидим "почти пузырь", то коррекция рынков начнется уже в августе.

Так что перед традиционными отпусками на Средиземном (Чёрном?) море инвесторам есть смысл почистить портфели от всего рискованного и малоликвидного, а возможно - немного потратиться на хеджирование рисков.

1. РЫНОК АКЦИЙ

В июле индекс S&P достиг нового максимума всех времен – около 2500 пунктов. Конечно, быстрой коррекции ждать не приходится, но технический анализ, высокая по историческим меркам оценка акций по мультипликатору P/E и "психологический уровень" индекса должны стимулировать инвесторов фиксировать прибыль (см. графики 1 и 2).

График 1. Рынок живет в долг на \$540 млрд.

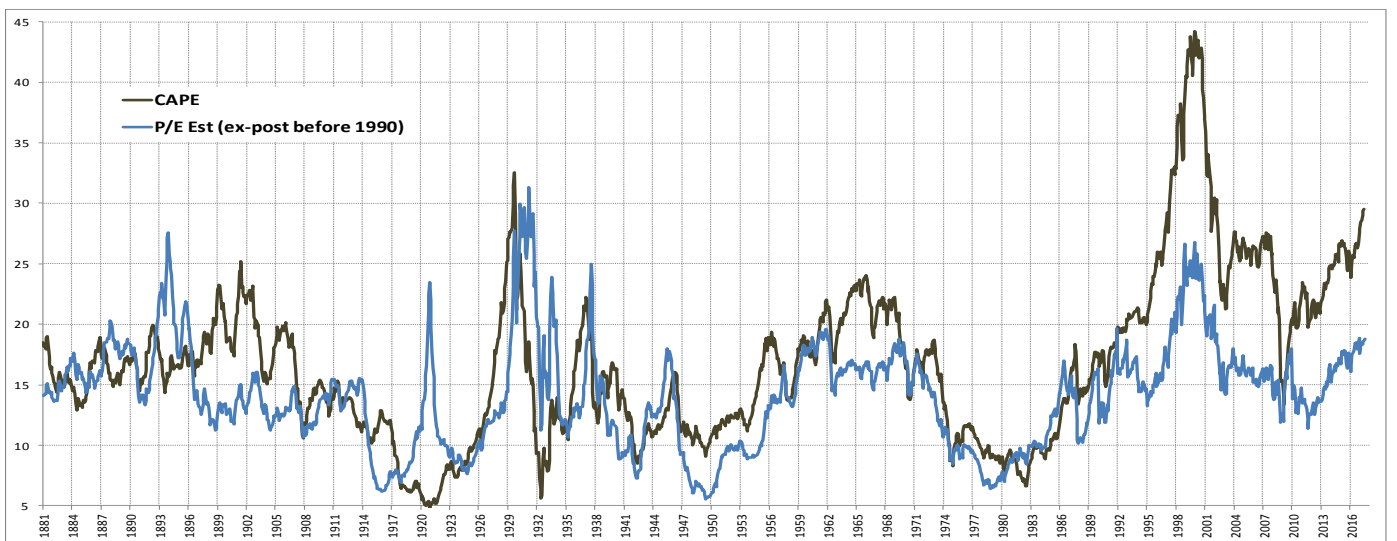
Объем заемных средств игроков на бирже Нью-Йорка, гросс и с учетом ликвидных залогов, \$ млрд.



Источник: NYSE, Bloomberg, Arbat Capital

График 2. Более дорогим рынок был только во время технологического пузыря и перед крахом 1929 г.

Параметры оценки S&P500 по циклически скорректированным (CAPE) и ожидаемым прибылям (P/E Est)



Источник: Robert J. Shiller, Bloomberg, Arbat Capital

В какой-то момент времени инвесторы могут вновь обратить внимание на переоцененность рынка акций относительно своих исторических уровней, и триггером для этого может стать рост ставок по краткосрочным инструментам: Казначейским векселям (T-Bills уже выше 1%) и процентам на остатки по счетам (годовой LIBOR

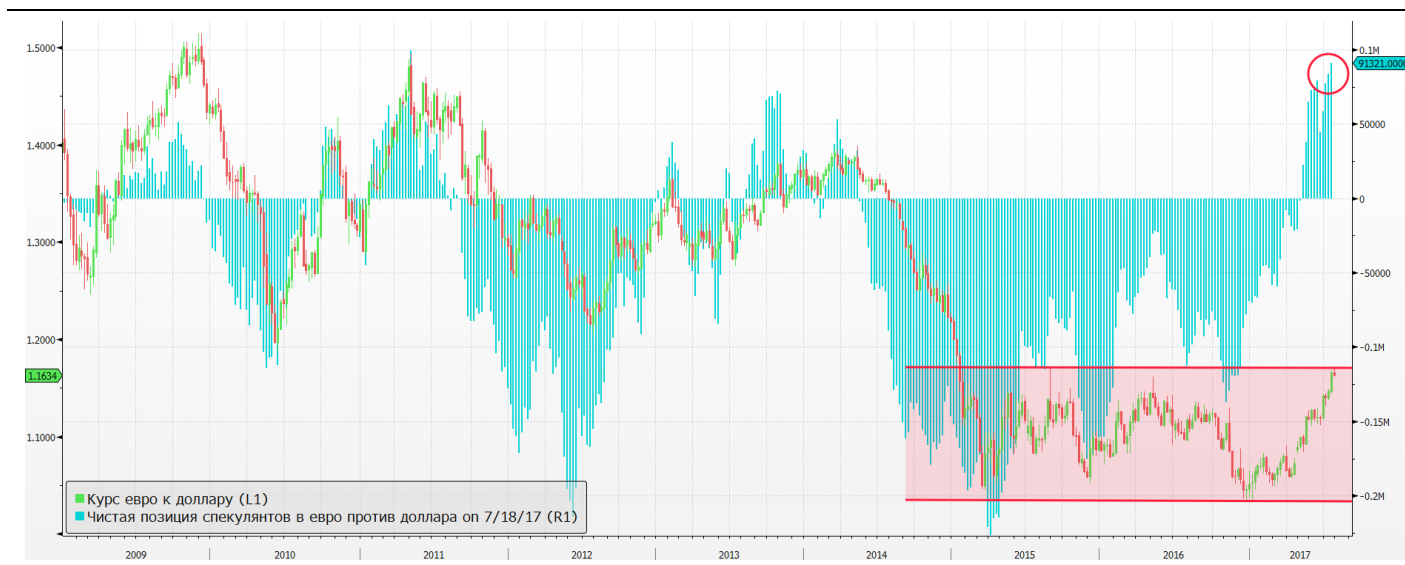
стремится к 2%). Это вернет на рынок третий класс активов, забытый за 8 лет нулевых и отрицательных ставок, – наличные. Более того, он сделает более привлекательным инвестиции в долгосрочные гособлигации США. В итоге инвесторы получат адекватную плату за «страх», тогда как сейчас вознаграждается только их «жадность».

2. ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Валюты вряд ли останутся неизменными в случае коррекции акций, в том числе – из-за перехода в долларовые активы. Доллар вырастет в III квартале, хотя и не до прежних уровней к Евро. Если от ФРС будут ожидать реальных действий по "обратному QE", а Драги будет уходить от сколько-либо агрессивного сокращения программ выкупа активов ЕЦБ (которые в Еврозоне всегда продолжают дольше, чем в США на год - полтора), то Евро не сможет не снизиться к Доллару. При этом в Японии ещё даже не начали говорить о сворачивании "стимулов".

График 3. Многолетний тренд на укрепление доллара закончился, но евро локально перекуплен.

Курс евро и чистая позиция спекулянтов во фьючерсах на евро/доллар, контрактов (1 контракт = €125,000)



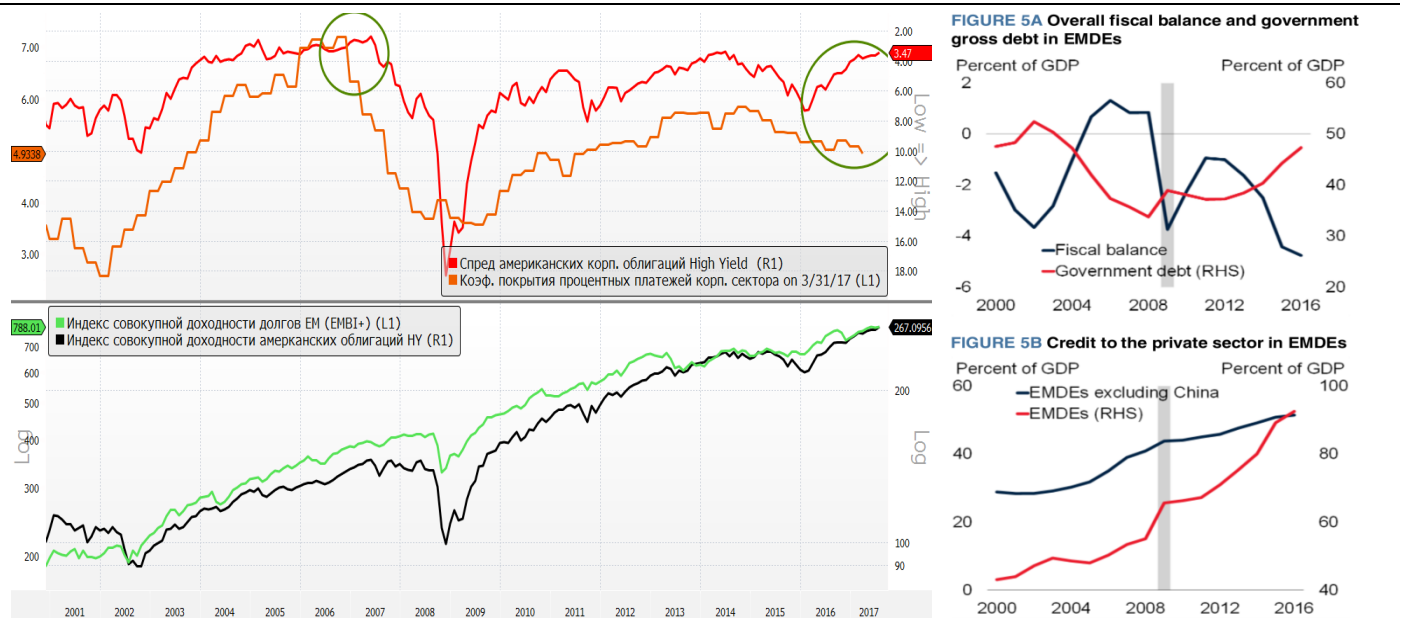
Источник: CFTC, Bloomberg, Arbat Capital

3. ОБЛИГАЦИИ

На рынке облигаций пока всё выглядит стабильно – доходность 10-летних US Treasury bills остается около 2.3%, а их германских аналогов - около 0.5%. И невзирая на ожидания еще одного повышения ставки ФРС, инвесторы из этих "базовых" активов не выдут, ввиду отсутствия альтернатив. Неприятности могут прийти с развивающихся рынков. Например, дефолт Венесуэлы или коррекция в акциях напугает инвесторов и кэрри-трейдеров. Большинство хедж фондов, похоже, уже начинают смещаться в сторону инвестиционной стратегии, что нужно продавать Emerging Market Bonds на движениях вверх, а не покупать на временных ослаблениях.

График 4. «Жадность» пока побеждает не только на рынке акций, но и в рискованных бондах, несмотря на ухудшение их кредитного качества.

Динамика индексов облигаций американского High Yield и EM против показателей долговой нагрузки



Источник: МВФ, Bloomberg, Arbat Capital

4. СЫРЬЕ

Нефть – самый "загадочный" на сегодня актив. Цена невысока (не как при "пузыре" на финансовых рынках в прошлом 10-летнем цикле), но это – следствие реального повышения производства в США и невозможности сократить его в "сидящих на игле" странах ОПЕК, финансовые резервы которых сокращаются. Сейчас цена нефти находится недалеко от маржинальных издержек, что означает невозможность сильного падения дальше. А на рост ее можно рассчитывать только при совпадении двух факторов: сезонное увеличение спроса (на 2 млн. барр./сутки к уровням первого полугодия) и остановке роста добычи в США (цена уж не позволяет наращивать сланец, к тому же ждут сезон ураганов в Мексиканском заливе).

График 5. Цены на нефть сегодня опять определяют спекулянты, а не ОПЕК со сланцевыми производителями.

Чистая позиция спекулянтов во фьючерсах на Brent и WTI, млрд. баррелей



Источник: CFTC, ICE, Bloomberg, Arbat Capital

Другие страны, вроде Ливии и Нигерии почти достигли своих ограничений по scarcity и вряд ли могут нарастить экспорт. Есть и риск ограничения экспорта из Венесуэлы. Однако, всё это не поднимет цену так, как в это было при резком сокращении производства в США в прошлый кризис. Видимо, нефть останется волатильным активом, но, скорее, в растущем боковом тренде 45 на 55 за Brent. Если начнется сезонный рост спроса при пока еще хорошем соблюдении квот ОПЕК, а риски Венесуэлы не реализуются, то это приведет к сокращению запасов сырой нефти в хранилищах и поднимет цены к 55 и выше. Но страхи за "сланец", рост добычи после истечения сделки ОПЕК и низкие темпы роста спроса в Китае, не дадут нефти закрепиться даже на средних уровнях 2016 г.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ ОГРАНИЧЕНИИ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены специалистами группы Arbat Capital (далее по тексту – «Arbat Capital») и предназначаются исключительно для сведения клиентов компании.

Все написанное выше должно быть воспринято исключительно как общая информация. Информация не предназначена для консультирования и принятия решений в конкретных случаях. До принятия каких-либо решений мы рекомендуем проконсультироваться со специалистами в соответствующих областях.

Данный материал не является ни предложением по продаже, ни условием к предложению о покупке ценных бумаг, активов, инвестиционных услуг, консультационных услуг или любых других обязательных предложений для осуществления какой-либо деятельности.

Никаких гарантий в прямой или косвенной форме, в том числе обусловленных законодательством, в связи с указанной информацией не предоставляется. Arbat Capital не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения третьими лицами любой информации, размещенной в настоящем материале, и в безоговорочной форме отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные третьими лицами при воспроизведении такой информации.

Все цифровые и расчетные данные в настоящем материале приведены без каких-либо обязательств и исключительно в качестве примера финансовых параметров. Ни при каких обстоятельствах Arbat Capital не несет ответственности ни за какие убытки, включая реальный ущерб и упущенную выгоду, возникшие в связи с настоящим материалом, его использованием или невозможностью использования.

Несмотря на то, что мы приложили значительные усилия, чтобы сделать данную информацию как можно более достоверной и полезной, Arbat Capital не претендует на ее полноту. Любой потенциальный инвестор должен осознавать, что операции на рынке ценных бумаг могут повлечь финансовые потери. Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантирует и не определяет получение таких же результатов в будущем.