

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Новогодняя коррекция в российских активах

Снижение на российском рынке акций не может не вызывать беспокойства. Тем более, когда это происходит на фоне высоких цен на нефть, хорошей ситуации в экономике и, в целом, позитивной динамики на глобальных рынках. Понятно, впрочем, и то, что основной причиной коррекции, по крайней мере, в последние недели стал негативный новостной фон, касающийся отношений России и «запада». Вопрос, как обычно, в том, чего ждать дальше.

*Сильная, но
пока типичная*

По состоянию на 18.01.2022 индекс МосБиржи скорректировался на 23.2%, что выглядит очень серьезным снижением, особенно в условиях отсутствия глобального падения на фондовых рынках. Тем не менее, это сопоставимо с тем, что мы наблюдали в 2012 году (-24.3%), начале 2014 года (-21.9%), первой половине 2017 года (-22.6%). С другой стороны, это не дотягивает до коррекции в 2011 году (-33.4%) и в 2020 г. (-35.7%), так что даже согласно историческому опыту снижение может продолжиться.

Индекс Мосбиржи



Источник: Bloomberg

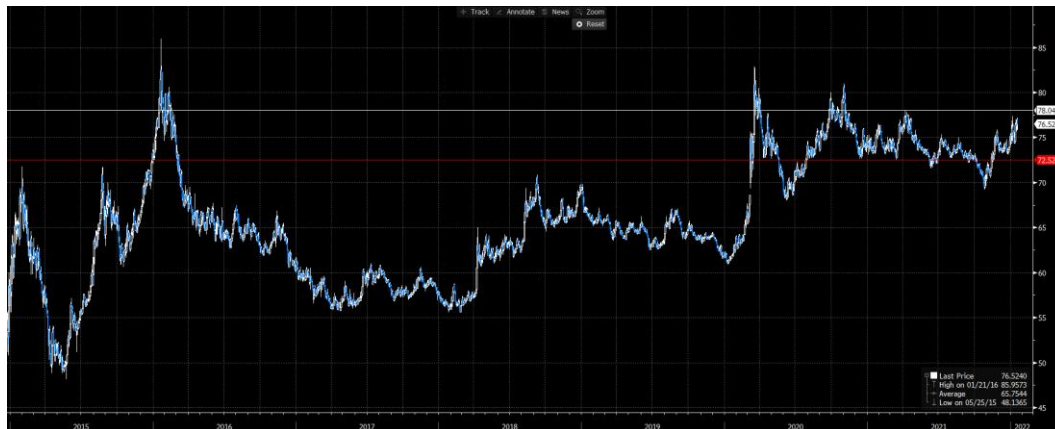
С другой стороны, если более здраво оценивать ситуацию с российским рынком акций, то единственной причиной его снижения сейчас является негативный внешний фон и связанная с этим санкционная риторика. О том же, кстати, говорит и то, с каким энтузиазмом рынок отскакивал вверх 19 января после заявлений заместителя главы МИД Сергея Рябкова о том, что военные сценарии решения проблем не рассматриваются.

Если смотреть на ситуацию в экономике или финансы компаний, игнорируя новостной фон, то снижение на рынке акций вызывает только недоумение.

*Рубль остался
в коридоре*

Вопросы возникают и к динамике курса рубля. Дело в том, что его ослабление было несоизмеримо меньше, чем этого следует ожидать исходя из новостного фона и того, какое влияние он оказал на рынок акций и облигаций. По большому счету, курс рубля даже не вышел за рамки того диапазона, в котором он находился с декабря 2020 года.

Курс рубля



Источник: Bloomberg

Стойкость рубля, конечно, не может не обнадеживать, но отчасти это является результатом снижения доли нерезидентов в российских активах, произошедшего за последние годы. Кроме того, баланс спроса и предложения на валютном рынке из-за роста цен на газ должен был бы привести к серьезному укреплению рубля. Так что мы сейчас все равно наблюдаем увеличение санкционной или геополитической премии в рубле.

Возможно, кстати, что валютный рынок просто более корректно отражает ситуацию в экономике, чем рынок акций. Все-таки валюта просто физически не может бесконечно слабеть в отсутствие веских фундаментальных оснований, например, хронически высокой инфляции или дефицита по счету текущих операций. А с этим у России как раз все в порядке несмотря (а местами и благодаря) введенным ранее санкциям.

*Ответ РФ на
санкции*

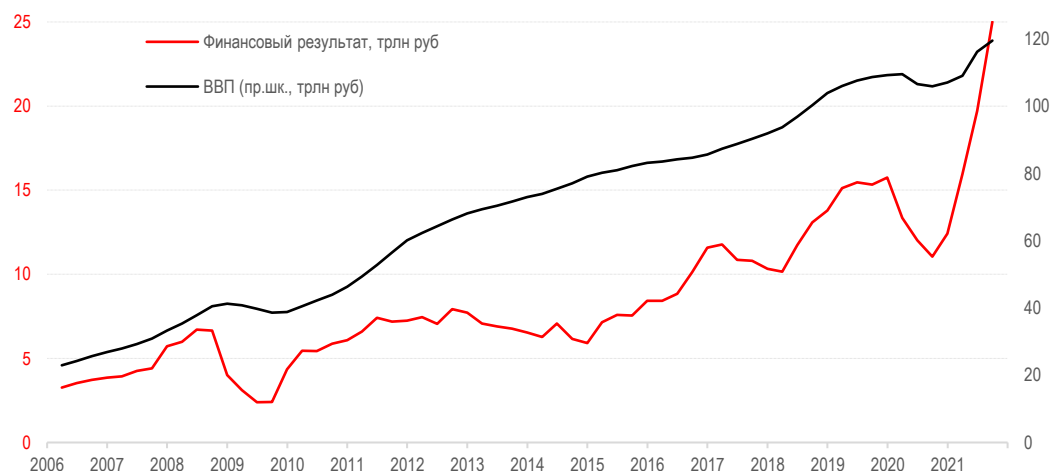
В 2018 году в сенате США прошли слушания по поводу того, как антироссийские санкции сказались на экономике, чем ответили власти РФ, и к чему это все привело. (текст см. <https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/Ziembra%20Testimony%209-6-18.pdf>).

Общую мысль выступавших можно свести к следующему. Главным ответом России на санкции стала качественная макроэкономическая политика, включающая в себя жесткую фискальную политику, частью которой стало бюджетное правило, жесткую монетарную политику, обеспечение достаточной ликвидности банковской системы. Результатом этого стали низкие внутренние макроэкономические риски и высокая устойчивость экономики к внешним шокам, включая цены на нефть и другие ресурсы, доступность рынков капитала и т.п.

За последние годы в этой части изменений не произошло, если оценивать итоги 2020 и 2021 годов, то очевидно, что Россия прошла острую фазу коронакризиса лучше и восстановилась гораздо быстрее большого числа других стран. Это касается, кстати, не только состояния рынка труда, баланса бюджета или возврата ВВП на до-ковидную траекторию, но и финансового состояния компаний. Если верить данным Росстата, то финансовые результаты российских компаний по итогам 2021 года росли

опережающими темпами, оправдывая тем самым сильный рост котировок российских акций вплоть до октября 2021 года.

Финансовый результат российских компаний (без учета малого и среднего бизнеса)



Источник: Росстат

С учетом происходящего, внимание российского правительства к вопросам макроэкономической стабильности должно оставаться столь же пристальным. Особенно, кстати, в свете событий в Казахстане. Именно поэтому риски, связанные с российской экономикой, сейчас оцениваются невысоко.

Фондовый рынок не равно экономика

Как мы понимаем, хорошее состояние экономики не означает, что рынки обязательно должны себя чувствовать хорошо. Если санкционное давление не оказывает достаточного влияния на экономику, то их необходимо усилить или искать другие пути. Это порождает ощущение неопределенности, что для фондового рынка еще хуже, чем просчитываемый или понятный риск. В этом как раз основная проблема: санкции, направленные на экономику, сильнее всего и быстрее всего сказываются на фондовых рынках. Что самое неприятное, чем лучше будет ситуация в российской экономике, тем сильнее, при прочих равных, будет санкционное давление.

Новые санкции – вопрос времени и креатива

Так что творческая мысль в части санкций продолжает работать. Из последних наиболее ярких примеров можно выделить следующие.

1. Предложение запрета экспорта потребительской электроники в РФ. Очевидно, целью такого шага является давление на массовые настроения, с целью снижения поддержки властей. Это, кстати, может привести к росту популизма, что со временем сделает российскую экономику более чувствительной к внешним шокам.
2. Отключение от SWIFT. Это попытка отрезать РФ от мировой финансовой системы. Логика в том, что, если действующие ограничения на долг или активы не оказывают влияния, давайте максимально усилим нажим. Этот вариант, судя по всему, сейчас всерьез не рассматривается, но периодический возврат к этому варианту – очень показателен.

В обоих случаях основная проблема в том, что последствия для других стран могут быть очень болезненными. Например, запрет экспорта товаров в РФ выглядит очень странно на фоне недовольства ограничениями на импорт, введенных Россией в ответ на санкции. Что касается SWIFT, то отключение крупного участника системы по решению других участников может быть воспринято крайне негативно, что в итоге может привести

сначала к активизации создания альтернатив (это уже происходит), а затем и к отказу от нее.

- Военно-дипломатическое давление. Не спадающий с ноября прошлого года вал статей в СМИ о готовности России напасть на Украину - это тоже часть санкционного давления. С той точки зрения, что такая повестка увеличивает вероятность одобрения Европой невыгодных для себя мер против РФ.

Вообще, почти каждый анализ эффективности санкционного давления на Россию содержит вывод о том, что из-за высокой степени ее интеграции в мировую экономику, цена санкций оказывается очень высокой для других стран. Поэтому логичный вывод, что эту интеграцию следует всеми силами уменьшать (см., например, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-115shrg32635/html/CHRG-115shrg32635.htm>). Отсюда санкции в отношении Северного потока-2 и другие ограничения, да и формирование негативного имиджа РФ тоже работает на разрушение внешних связей.

То, что мы наблюдаем в последние месяцы – это лишь небольшой эпизод уже довольно длинной истории, которая началась даже не в 2014 году, и закончится точно не завтра. Поэтому рассчитывать на уход геополитической премии в обозримой перспективе я бы не стал. Но ее размер, тем не менее, может меняться в широком диапазоне.

Источники оптимизма

Какими бы сложными не были отношения России и стран запада, российские активы остаются активами, которые генерируют денежный поток для инвесторов, а значит имеют ненулевую стоимость.

Российский рынок акций сейчас – это не просто один из немногих рынков, на котором не возникает ощущения перегрева, но и, пожалуй, один из наиболее недооцененных в мире. Причем в отличие от того же китайского рынка, иностранные держатели акций не оказываются инвесторами «второго сорта». Иными словами, если несмотря на весь негатив в новостях компании продолжают платить дивиденды, оценка санкционной премии может быть существенно пересмотрена.

Второй важный фактор, который будет поддерживать рынок, – это сохранение качественной макроэкономической политики. Сейчас у российского правительства очень серьезная мотивация не делать ошибок в этом вопросе. А значит долгосрочный фундамент для роста экономики и рынков будет сохраняться.

Выводы и рекомендации:

- Нынешняя коррекция на российском рынке акций – это результат крайне негативного новостного фона. И хотя фундаментальных причин для снижения не наблюдается, сложность отношений России и западных стран пока не позволяет рассчитывать на скорое ее разрешение, так что риски новых коррекций очень высоки.
- Коррекция происходит на фоне отличных финансовых показателей российских компаний, высокой ожидаемой дивидендной доходности. Поэтому как долгосрочная идея российский рынок сейчас выглядит очень привлекательно.
- С точки зрения макроэкономических показателей, суверенных и корпоративных рисков, российские активы вообще следует отнести к защитным инструментам. Макроэкономическая стабильность – пока главный ответ властей РФ на санкционное давление.

Актуальные материалы доступны клиентам УК «Альфа-Капитал» в рамках программы лояльности для высокостоятельных клиентов Alfa Capital Wealth

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов, в том числе транслируемых агентствами Bloomberg и Reuters.

«Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000 от 30 ноября 2004 года выдана ФСФР России. Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: (495) 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу: www.alfacapital.ru. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях и носит исключительно ознакомительный характер. Информация не содержит описания всех рисков, присущих инвестированию на рынке ценных бумаг, равно как и информации не принимаются во внимание личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды каждого конкретного инвестора. Информация не является какого-либо рода офертой, не подразумевалась в качестве оферты или приглашения делать оферты, не является прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом, не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Настоящий материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту.»