

## Акции или облигации?

Вопрос не праздный. Тогда как рубль снизился к доллару США с сентября 2017 по сентябрь 2018 на 15%, индекс МосБиржи (в прошлом – индекс ММВБ) вырос всего на 20%. Очищенный от валютного курса результат, таким образом, +5% за год. И еще +5% дивидендной доходности, которую сейчас приносят топ-30 «голубых фишек» отечественного рынка. Итого – 10%-ный прирост. Что достаточно скромно: исторически, в среднем, даже с поправкой на несколько биржевых обвалов, индекс МосБиржи растет на 15-20% в год. Базовый фундаментальный индикатор – отношение капитализации рынка к его годовой доходности (P/E) – в норме, равен 11 (значит, что вложенная единица денег окупит себя получаемой прибылью за 11 лет). В этом свете ожидать на предстоящие 12 месяцев тех же 15-20% - вполне разумно.

В то же время, сейчас рублевые облигации дают возможность заработать 7,5-9% на федеральных займах, 8,5-9,5% - на займах регионов, 8,5-10% - на займах крупнейших корпораций, 14-17% - на займах среднего бизнеса.

Разрыв между потенциалом доходности акций и облигаций есть, но небольшой. И вопрос выбора трансформируется в вопрос рисков. Риск для рублевых облигаций – это риск роста процентных ставок. И этот риск ограничен. Банк России поднял ключевую ставку с 0,25%, до 7,5% с 7,25%, после длительного периода ее последовательных понижений (с 17% и до 7,25%). И последнее повышение ставки не тренд. Это реакция на обострение валютного баланса, которое явилось следствием бегства иностранного капитала из РФ и сделок рублевого carry trade. Бегство состоялось, реакция проявлена, таргет по инфляции остался на 4%-ном уровне. Исходя из реалий, теперь предстоит либо удерживать ставку на нынешнем уровне, либо – продолжать ее понижение.

Так что достигнутые в ходе коррекции облигационного рынка доходности имеют мало шансов на рост в дальнейшем. Основные шансы – на их сохранение или снижение. Значит, облигационные цены от падения, в целом, застрахованы.

Смягчение или, по крайней мере, не ужесточение монетарной политики – положительный фактор и для рынка акций. И, в целом, акции российских компаний – интересный объект для вложений. Что касается рисков, они здесь более значимы, чем риски облигационного рынка.

Основной, пока не реализованный, но отложенный на будущее риск – очевидная перегретость американского рынка акций. S&P500 почти на 3 000 пунктах, с P/E, равным 32-34, с приростом за последние 12 месяцев в 20% - опасность, требующая внимания. Европейские фондовые индексы за это время не выросли. Но их финансовые мультипликаторы столь же оторваны от фундаментально оправданных значений. Вероятность глубокой коррекции в Штатах, равно как и в Западной Европе, как видится, растет. Российские бумаги в случае глобальной коррекции окажутся под давлением.

Правда, на фоне потенциального снижения рынков акций может вырасти нефть, как это было в 2007 году. Но нефть стоит в 3 раза дороже минимумов начала 2016 года. И продолжить устойчивый рост будет вряд ли способна.

В итоге, сейчас активы диверсифицированного портфеля лучше распределить в акции не более чем на треть, оставшиеся 2/3 – направить на облигации со сроками погашения до 3-4 лет («длинные» облигации в восприятии риска сходны с акциями).

## Доходности некоторых облигаций (Московская биржа)

| Наименование                       | Валюта | Дата погашения | Доходность на 18.09 | Доходность на 21.09 |
|------------------------------------|--------|----------------|---------------------|---------------------|
| <b>Госсектор</b>                   |        |                |                     |                     |
| ОФЗ 26212                          | RUB    | 19/01/2028     | 8,8%                | 8,7%                |
| ОФЗ 26220                          | RUB    | 07/12/2022     | 8,4%                | 8,3%                |
| ОФЗ 26214                          | RUB    | 27/05/2020     | 8,0%                | 7,8%                |
| <b>Субъекты Федерации</b>          |        |                |                     |                     |
| Краснодарский край 35001           | RUB    | 09/08/2024     | 9,0%                | 9,0%                |
| Хакасия 35006                      | RUB    | 02/11/2023     | 9,7%                | 9,6%                |
| Нижегородская область 34009        | RUB    | 26/08/2020     | 8,4%                | 8,4%                |
| <b>Крупнейшие корпорации</b>       |        |                |                     |                     |
| Роснефть БО-03                     | RUB    | 28/11/2024     | 9,5%                | 9,4%                |
| Транснефть БО1Р5                   | RUB    | 26/01/2024     | 9,1%                | 9,5%                |
| РСХБ БО-5Р                         | RUB    | 09/03/2022     | 9,2%                | 9,0%                |
| МТС 1Р-05                          | RUB    | 01/09/2021     | 8,9%                | 8,4%                |
| ВЭБ ПБО1Р9                         | RUB    | 18/06/2021     | 9,0%                | 8,9%                |
| Уралкалий ПБОЗР                    | RUB    | 27/05/2020     | 8,6%                | 8,6%                |
| <b>Средний бизнес</b>              |        |                |                     |                     |
| Левенгук БО-01                     | RUB    | 22/11/2027     | 17,9%               | 16,4%               |
| ДиректЛизинг БО 001Р-01            | RUB    | 22/10/2020     | 15,7%               | 15,7%               |
| Мясничий БО-П01                    | RUB    | 10/06/2020     | 14,3%               | 14,3%               |
| Ред Софт БО 001Р-01                | RUB    | 11/05/2020     | 14,8%               | 14,8%               |
| <b>Суверенные еврооблигации</b>    |        |                |                     |                     |
| RUS-28                             | USD    | 24/06/2028     | 5,0%                | 5,0%                |
| <b>Корпоративные еврооблигации</b> |        |                |                     |                     |
| GAZPR-34                           | USD    | 28/04/2034     | 6,4%                | 6,3%                |
| ГТЛК 1Р-05                         | USD    | 21/08/2024     | 6,0%                | 6,2%                |
| VEB-20                             | USD    | 09/07/2020     | 7,2%                | 7,0%                |
| PGIL-20 (Полюс Золото)             | USD    | 29/04/2020     | 5,3%                | 5,3%                |

Доходности рублевых облигаций за последние дни еще немного сократились, оставаясь на комфортных для инвестирования уровнях.

