«На рынке нет ничего гарантированного»

Cbonds Review поговорил с Сергеем Григоряном, автором одного из самых популярных Telegram-каналов, об инвестициях, о том, как управлять деньгами в условиях «иррациональности» происходящего на рынках, есть ли признаки перегрева на фондовом рынке США, где самые интересные идеи в облигациях в 2018 году, есть ли шансы у российского рынка акций, почему в отношении криптоактивов пока стоит находиться в режиме ожидания и с каким основным вызовом придется столкнуться управляющим активами во втором полугодии.

10 вопросов об инвестициях Сергею Григоряну, автору Telegram-канала «Капитал»

Как вы оцениваете текущую ситуацию в мировой экономике: какие основные вызовы стоят перед ней в 2018 году и какие главные макроэкономические риски вы видите для себя как инвестор?

— Можно долго говорить о завышенных ожиданиях, которые заложены в оценку рынков акций, или о том, что долгосрочный тренд на снижение ставок рынка облигаций подходит к концу. Все это так, на эту тему можно найти массу комментариев уважаемых экспертов. Я же хочу отметить нечто другое. Что-то, чего не происходило очень давно и к чему нужно быть готовым тем, кто принимает ответственные решения по инвестиционным портфелям.

Речь о том, что, как видно на примере эскалации торговой войны между США и Китаем, нас, возможно, ожидает такой рост неопределенности, какого мы не видели на протяжении всей своей 20-летней карьеры в отрасли, а некоторые и на протяжении всей жизни. Ведь за последние 35 лет, с 1982-го по 2017 год включительно, глобальные рынки акций и облигаций росли, принеся своим инвесторам (на примере рынков США) соответственно более 11% и более 8% годовых в номинальном выражении. Это срок, в течение которого целое поколение могло формировать свои пенсионные накопления. Несмотря на временные всплески волатильности в 2000–2002 годах на пузыре доткомов и в 2007–2009 годах на пузыре необеспеченных кредитов, инвесторы по крайней мере могли быть уверены в том, что ключевые игроки рынка продолжат действовать рационально. То есть всегда оставалась некая уверенность в том, что «вдолгую все будет хорошо».

Сейчас, когда я наблюдаю поочередные шаги США и Китая, двух крупнейших мировых экономик, то вижу, что они реально хотят нанести друг другу ущерб введением все новых тарифов. На мой взгляд, это нерационально. Скорее всего, так думает и немало других инвесторов. Я не знаю, насколько далеко все это зайдет, и, возможно, сгущаю краски. Но это тот случай, когда на рынок могут напрямую влиять и влияют не привычные факторы (макроэкономика, мультипликаторы, количественные или технические индикаторы), а действия политиков. У нас, к сожалению, была возможность понаблюдать, что бывает с отдельно взятым фондовым рынком, когда политика задвигает его на задний план. Не хотелось бы, чтобы этот опыт теперь распространился в глобальном масштабе, так как это своеобразная «торпеда», бьющая по уверенности инвесторов в рациональности происходящего.

Насколько здоровой, по-вашему, является текущая ситуация на фондовом рынке США, видите ли вы признаки перегрева в некоторых сегментах?

— За девять послекризисных лет, с 2009–го по 2017 год включительно, рынок акций США рос номинальными темпами около 15.4% годовых. Каждый из этих девяти лет был позитивным, а максимальная просадка не превышала 17.8%. На моей памяти предыдущий такой девятилетний цикл рынок акций США выдал в период с 1991–го по 1999 год включительно: CAGR (Compound Annnual Growth Rate) 20.2%, просадка —17.6%, каждый календарный год позитивный, кроме 1994–го с результатом –0.2%.

Но только за I квартал 2018 года было 22 торговых дня, когда изменение индекса S&P 500 превышало 1%. Для сравнения: в 2017 году таких торговых дней было всего восемь. За весь год! То есть мы наблюдаем явный рост волатильности. Когда после длительных трендов волатильность начинает возрастать, это часто является признаком скорого разворота.

К факторам риска я бы также отнес тот факт, что мы наблюдаем резкое уплощение, выравнивание кривой доходности правительственных облигаций США. Разница доходностей двухлетних и десятилетних облигаций, которая в начале 2014 года превышала 260 б.п., сейчас менее 50 б.п. и продолжает сокращаться. Чем меньше разница в доходностях при размещении на два года и десять лет, тем меньше стимулов у банков кредитовать реальный сектор. Поэтому часто плоская кривая доходности, когда ставки на ближнем конце кривой равны или превышают ставки на дальнем, является предвестником замедления роста экономики и отрицательной динамики фондовых рынков.

Правда, нужно отметить, что, несмотря на все эти предупредительные сигналы, рынок пока по привычке игнорирует их и за днями распродаж следует не менее активный выкуп (по крайней мере, так было на момент нашего с вами разговора). В качестве более явных сигналов, на основании которых можно принимать решение о снижении доли акций США в портфелях, можно использовать комбинацию внутренних факторов (например, способность индексов удержаться выше 200–дневной средней и NYSE Cumulative Advance–Decline Line, показывающую, насколько рост индексов «здоров» и участвуют ли в нем компании по «всему фронту» или лишь небольшая доля «тяжеловесов») и такого внешнего фактора, как цена на золото. Пока золото остается в консолидации и не может пробить уровень сопротивления $1360–1380 за унцию. Когда и если такой пробой произойдет, это будет означать повышенный спрос на защитный инструмент, хеджирующий портфель в случае снижения рынка акций.

Я ожидаю, что мы увидим более серьезное давление медведей во втором полугодии, но предпочитаю дождаться подтверждающих сигналов от рынка.

Об авторе

Сергей Григорян начал карьеру на фондовом рынке в 1995 году. За 22 года работы в отрасли управления активами занимал руководящие позиции и возглавлял инвестиционные департаменты в ряде российских управляющих компаний («Уралсиб», УК Номос–Банка, «Русь–Капитал») и локальной «дочке» Pioneer Investments (сейчас Amundi Pioneer). Помимо общего руководства инвестиционным процессом в компаниях непосредственно управлял рядом ПИФов акций и смешанных инвестиций, портфелями НПФ, а также портфелями индивидуального доверительного управления ключевых клиентов.

Окончил МГТУ им. Баумана (1994), MBA IE Business School (2001). Является первым в России обладателем степени CMT (Chartered Market Technician, США, 2005)

Создатель и автор популярного Telegram–канала «Капитал», которому в апреле 2018 г. исполнился год.

С 2016 года мы наблюдали четкую тенденцию к восстановлению интереса инвесторов к развивающимся рынкам. Насколько устойчив такой тренд, и стоит ли сейчас смотреть на emerging markets (EM) как на идею для долгосрочных инвестиций? Как вы оцениваете перспективы развивающихся рынков?

— Развивающиеся рынки движутся относительно развитых рынков многолетними циклами. Опережающий цикл длится обычно 7–9 лет (последний из них имел место в 2001–2010 годах), а отстающий цикл короче и длится 5–6 лет (последний был с 2010-го по 2015 год). В конце 2015 года, на мой взгляд, начался очередной опережающий цикл, который продлится еще от 4 до 6 лет.

В качестве фундаментальных причин, поддерживающих гипотезу о продолжении опережающей динамики развивающихся рынков, можно отметить следующие:

– относительная дешевизна рынков акций и облигаций. Например, коэффициент Shiller P/E составляет менее 12 для развивающихся рынков и более 32 для рынка США. А реальная доходность локальных облигаций в таких странах, как Россия, Индия, Бразилия и ЮАР, находится вблизи исторических максимумов;

– разница в темпах экономического роста тоже в пользу EM;

– возможность проведения более гибкой монетарной политики, чем в развитых экономиках, благодаря намного меньшей долговой нагрузке (соотношение госдолга к ВВП в развивающихся странах составляет примерно 1/3 от развитых. Исключение — Китай, но там долг в основном в локальной валюте);

– сохраняющийся потенциал притока капитала. В конце I квартала, по данным EPFR (Emerging Portfolio Fund Research), аллокация глобальных фондов в акции развивающихся рынков составляла 8.6%, тогда как вес EM в индексе MSCI World — 13.3%

Учитывая вышесказанное, я убежден, что, принимая решение об аллокации активов портфеля на следующие 3–4 года, ту его часть, которая выделена под рынки акций, лучше перевесить в акции развивающихся рынков за счет развитых (в первую очередь за счет США).

Есть ли потенциал роста у российского рынка акций в условиях стагнирующей экономики? Куда лучше инвестировать в текущей ситуации — в отдельные отрасли или в широкий рынок?

— За 20 лет работы на фондовом рынке я привык рассматривать российский рынок акций в большей степени как дериватив на глобальный риск-аппетит и в меньшей степени как отражение внутренних процессов в экономике. Причина этого в том, что фондовым рынком до сих пор интересовалось подавляющее меньшинство населения, а следовательно, не было и стимулов к его развитию. Кроме того, в условиях отсутствия по-настоящему «длинных» денег внутри страны рынок акций не рассматривался как инструмент долгосрочного накопления капитала, как это принято в развитых странах.

Я надеюсь и верю, что такая ситуация будет постепенно меняться не в последнюю очередь благодаря экономическим стимулам (когда ставки банковских депозитов на минимумах, а привычная недвижимость в обозримом будущем вряд ли вернет свою прежнюю инвестиционную привлекательность). Но пока российский рынок акций продолжит в большей степени зависеть от глобального риск-аппетита, чем от чисто внутренних факторов. И как high-beta рынок он будет обыгрывать глобальные рынки в периоды роста и проигрывать им в периоды спадов.

Конечно, все это при условии хотя бы не ухудшения существующей ситуации с санкциями. При их усилении могут возникнуть последствия, которые трудно анализировать вслепую. Кроме того, что они будут негативными. И если откровенно, то события начала апреля — новый санкционный список, фактически делающий сотрудничество с российскими корпорациями «токсичным» для западных инвесторов, а также реакция США на химическую атаку в Сирии — практически не оставляют сомнений в том, что нашему фондовому рынку и рублю придется тяжело во втором полугодии.

А пока я предпочитаю «закрывать» ту часть портфеля, которая отдана под российские акции, с помощью инструментов широкого рынка, не отдавая предпочтения отдельным отраслям или эмитентам, а именно — с помощью фьючерсов на индекс РТС и индексных ETF. В качестве «сателлита», где я вижу возможность заработать больше, чем в среднем по рынку на горизонте 2–3 года, я бы отметил отраслевой «Индекс потребительских товаров и торговли» Московской биржи (MICEXCGS) и на такие его составляющие, как «Лента», «Обувь России», X5 и «Яндекс». Дело в том, что соотношение отраслевого индекса MICEXCGS к широкому индексу Московской биржи в начале II квартала совпадает с историческими минимумами конца 2011 года, после которых началось бурное ралли сектора, продолжавшееся 1.5 года. Не исключено, что этот факт может привлечь внимание contrarian-инвесторов, и я считаю оправданным выделить на эту идею 15–20% от совокупной доли российских акций в диверсифицированном портфеле.

Что бы вы назвали инвестидеей 2018 года на рынке облигаций?

— Мы беседуем на стыке I и II кварталов, а ситуация на рынках, в том числе облигационном, меняется динамично, поэтому необходимо учитывать контекст. В начале 2018 года при формировании облигационной части портфеля можно было с достаточной степенью уверенности говорить о продолжении тенденции на снижение ключевой ставки ЦБ. Исходя из этого, было вполне оправданным брать риск дюрации в наиболее надежных корпоративных облигациях I эшелона и ОФЗ в расчете на переоценку. Этот риск хорошо оправдал себя в начале года, принеся двузначную доходность в годовом выражении.

Но к концу I квартала сложилась определенная совокупность факторов: во-первых, снижение ставки ЦБ уже по большей части отыграно в ценах, во-вторых, в условиях санкций значительно вырос спрос на внутренний долг со стороны банков и институционалов, в-третьих, официальная инфляция достигла таких значений, при которых в ее дальнейшее снижение верится слабо. В этих условиях более интересно стали выглядеть другие сегменты рынка локальных облигаций: недооцененные корпоративные выпуски с приемлемым кредитным риском и «привязанные» к инфляции ОФЗ, предлагающие на размещении реальную (выше инфляции) доходность до 3% годовых.

К первым я отношу, например, биржевые облигации «АФК Система» 7-го и 8-го выпусков с офертой в феврале и сентябре 2019 года и «КТЖ-Финанс» с погашением в 2022 году, доходность по которым на момент подготовки интервью была около 9% годовых. Что касается вторых, то реальная доходность 3% годовых оставляет достаточный простор для маневра. При возобновлении роста инфляции и инфляционных ожиданий (что, на мой взгляд, вполне вероятно во втором полугодии с учетом политических рисков и высоких цен на нефть, которые должны отразиться в ценах на топливо внутри страны) спрос на такие бумаги может расти, и уровень реальной доходности может сократиться с 3% до 2% годовых, что приведет к их положительной переоценке.

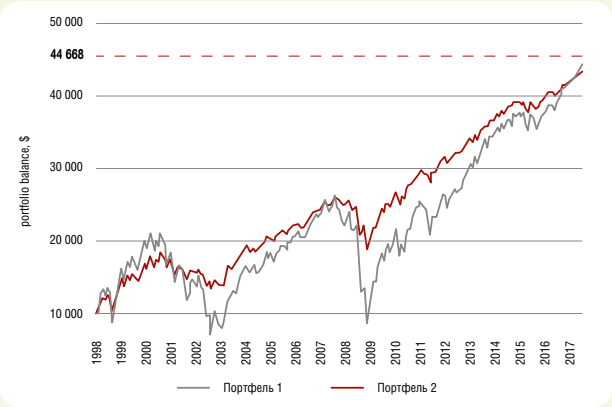
Сейчас многие ждут если не нового кризиса, то сильной коррекции. Какие защитные инструменты вы как управляющий рекомендуете в текущих условиях: классические (драгметаллы) или более современные (структурные продукты с защитой капитала и прочее)?

— Я предпочитаю контролировать риск портфеля на уровне аллокации. В первую очередь это позволяет снижать риск просадки, а он, на мой взгляд, гораздо критичнее, чем более привычное стандартное отклонение доходностей. При любом риск-профиле портфель должен быть диверсифицирован. Ведь диверсификация — по сути, единственный реальный «бесплатный ланч» на фондовом рынке. В портфеле обязательно должны быть активы с отрицательной взаимной корреляцией, так как это позволяет снижать риски при сопоставимой доходности или повышать доходность при сопоставимом риске.

Простой пример из наиболее развитого фондового рынка США: если сравнить два портфеля (Портфель 1: 100% рынок акций, Портфель 2: 60% рынок акций и 40% 10-летние правительственные облигации), то за 20 лет с 1998-го по 2017 год получим следующие результаты (см. Рисунок 1).

Портфель	Начальный баланс	Конечный баланс	CAGR	Стандартное отклонение	Худший год	Максимальная просадка	Коэффициент Шарпа
100% акц	10 000 $	41 813 $	7.4%	15.4%	– 37%	– 50.9%	0.42
60/40	10 000 $	40 654 $	7.3%	8.5%	– 14%	– 26.4%	0.64

Рисунок 1
Сравнительная динамика за 20 лет Портфеля 1 (100% акции США) и Портфеля 2 (60% акции США и 40% 10-летних US Treasuries



Источник: данные сайта www.portfoliovisualizer.com

Как видим, инвесторы в оба портфеля в конечном итоге пришли практически к одной точке, но пришли они туда совершенно разными путями. При доходности, которая всего на 0.1% годовых меньше, чем у рынка акций, сбалансированный портфель обладает почти в два раза меньшим риском и после просадок восстанавливается гораздо быстрее.

Структурные продукты использовать в качестве «защитных» активов можно лишь с массой оговорок. Да, они вызывают чисто психологический комфорт у непрофессионального инвестора, так как обещают «защиту капитала». Но вопрос в том, как она достигается, с помощью каких инструментов? Не обернется ли эта «защита», например, дефолтом какой-нибудь высокодоходной облигации, которая была призвана эту защиту обеспечить? А если не обернется, какая комиссия «зашита» на входе в продукт для конечного инвестора? Если структурный продукт полностью прозрачен, механизм выплат и их обеспечение понятно, а комиссии адекватны, то почему бы и нет? Но практика показывает, что часто это не самый выгодный инструмент, и единственная причина, по которой его покупают, — это тот самый психологический комфорт и лень самостоятельно разбираться в «рецептуре».

Как с вашей с точки зрения выглядит сегодня идеальный инвестиционный портфель консервативного инвестора и инвестора, предпочитающего высокорискованные стратегии?

— Ответ на этот вопрос плавным образом вытекает из предыдущего. Но об этом чуть ниже, а сначала я предлагаю приучать себя к тому факту, что нет и не может быть единого, стандартного профиля «консервативного» или «агрессивного» инвестора. Все очень индивидуально и зависит от множества факторов, которые невозможно унифицировать. Из личного опыта могу сказать, что для кого-то даже включение 10% акций в портфель является недопустимым риском, а кому-то долларовая доходность 50% годовых кажется недостаточной, так как, условно, «на биткойне можно было сделать 10 иксов». Поэтому, отвечая на этот вопрос, я могу отталкиваться только от своих субъективных приоритетов и понятий риска и доходности. Для кого-то другого критерии могут оказаться неподходящими.

Если инвестор консервативный и просадка больше 10–15% может лишить его сна, то вряд ли стоит инвестировать в акции больше 20% портфеля, причем лучше, чтобы это был глобальный рынок акций, а не рынок отдельно взятого региона. Еще 10% я бы инвестировал в золото — исключительно из-за его способности сохранять капитал в периоды кризисов. Оставшиеся 70% портфеля я бы распределил среди облигационных рынков разной географии, дюрации и кредитного качества.

Если риск-аппетит позволяет спокойно пересидеть просадку в 30–40%, то можно рассчитывать на более высокую долгосрочную доходность. Портфель в таком случае может выглядеть следующим образом: в глобальном рынке акций 40% (половина из них по определению окажется в рынке акций США), в глобальном рынке облигаций 30%, а еще по 15% в золоте и недвижимости (через REITs — закрытые торгуемые фонды).

Важный момент: говоря о распределении между разными классами активов, в качестве инструмента я рассматриваю только недорогие в управлении ETF от наиболее крупных провайдеров (Vanguard, iShares и так далее), а не покупку отдельных ценных бумаг. Это и дешевле, и удобнее при ребалансировках, которые достаточно проводить хотя бы раз в год, приводя портфель к заданной структуре.

Как вы относитесь к инвестициям в криптоиндустрию? Каковы ваши личные ожидания в отношении рынка криптоактивов на 2018 год?

— Я не считаю себя достаточно компетентным в вопросе отбора отдельных криптовалют. Напомню, что даже на более традиционных рынках акций подавляющее большинство управляющих проигрывает индексам на горизонтах от пяти лет и выше. Что уж говорить о совершенно новом рынке, к тому же с неразвитой инфраструктурой.

Поэтому я нахожусь в режиме ожидания. Жду, когда появятся первые цивилизованные продукты на крипту, например ETF. Пока SEC (Securities and Exchange Commission) «заворачивала» все попытки крупных управляющих компаний (в их числе, например, Proshares и Van Eck) создать такой продукт, справедливо требуя дать гарантии безопасности в вопросах хранения активов, маркет-мейкинга, возможного манипулирования ценами и так далее.

Но я убежден в том, что не зря, например, тот же Goldman Sachs заявил о запуске в июне собственного

криптодеска, с начала года прошли несколько M&A–сделок по покупке криптобирж традиционными биржами и онлайн–брокерами, не зря крупнейшая американская криптобиржа Coinbase подала заявку на получение брокерской лицензии, а семейный офис Сороса заявил о готовности покупать криптовалюты, хотя еще в январе сам Сорос называл их пузырем. Видимо, все дело в цене, и то, что при цене биткойна $18–20 тыс. было абсолютно непривлекательно для профессионалов, становится более привлекательным при цене $6–7 тыс. Я, кстати, не исключаю, что до того момента, когда на этот рынок начнут выходить крупные игроки, цена может чудесным образом просесть еще, например, до $3–4 тыс. по биткойну, а по альткойнам и того больше. Это создаст прекрасный эффект низкой базы, например, для первого легального ETF. И как только такой инструмент появится, я с радостью рассмотрю возможность включения его в подходящие для этого портфели с учетом всех рисков и возможностей, которые он предоставит.

Как бы вы сформулировали основной вызов для управляющих на 2018 год?

— Я бы сформулировал его так: «Не навреди своему инвестору». В условиях, когда ставки и кредитные спреды на рынках fixed income находятся вблизи исторических минимумов, а оценка рынков акций, наоборот, вблизи максимумов, управляющим и инвестиционным советникам важно не отступать от краеугольных принципов взаимодействия с инвесторами. Выражаясь терминологией из книги «More Than You Know» авторства Michael Mauboussin, многим придется выбирать, является ли управление активами (УА) для них «профессией» или «бизнесом».

Отношение к УА как к «профессии» подразумевает:

– долгосрочный подход (только так можно получить максимальную отдачу для инвестора);

– эффективность затрат на портфель (низкие комиссии, использование недорогих индексных фондов в целях аллокации);

– прозрачность комиссий (инвестор видит, за что и сколько он платит и что получает взамен);

– приоритет целям инвестора, а не сиюминутным модным тенденциям и инструментам.

Отношение к УА как к «бизнесу» означает:

– краткосрочный подход (стимулирование частых перекладок, трейдинга, максимальная отдача для управляющего);

– высокие затраты на портфель (например, «активные» фонды, не генерирующие альфу, вместо дешевых индексных);

– непрозрачность комиссий (и речь не только об инвестиционном страховании жизни (ИСЖ) и структурных продуктах, но и о некоторых паевых инвестиционных фондах, которые, не афишируя, поднимают комиссии, не ставя в известность пайщиков);

– стимулирование инвестора к приобретению «модных» продуктов вместо тех, которые ему реально нужны.

Конечно, управляющие — не благотворительные организации, и они должны зарабатывать деньги своим акционерам. Вопрос в том, какими путями они это делают. Хорошо, если выдерживается баланс между «профессией» и «бизнесом». Тогда развитие происходит за счет выстраивания долгосрочных и взаимовыгодных отношений с клиентами. Это требует определенных усилий и непростых решений на уровне руководства. Зато с такой компанией приятно иметь дело и в качестве клиента, и в качестве сотрудника (а это не менее важно, так как в условиях конкуренции не так просто привлечь и удержать у себя профессионалов).

Сформулируйте свои главные принципы инвестирования: есть ли у вас свои правила инвестиций?

— Начать ответ на этот вопрос я хочу с небольшой таблицы, составленной на основе все той же книги Michael Mauboussin «More Than You Know».

		РЕЗУЛЬТАТ	
		Хороший	**Плохой**
ПРОЦЕСС	**Хороший**	Заслуженный успех	Ну что ж, бывает
	Плохой	Везение	Чего и следовало ожидать

Если вы «ткнули пальцем в небо» и случайно угадали актив–победитель, который принес большую прибыль, то краткосрочно вы получили отличный результат. Но такой процесс принятия решений плох, и долгосрочно он вас разорит. Осознавая это, я считаю необходимым следующее:

– риск–менеджмент. Начиная работу с рынком, не нужно думать о доходах. Сначала позаботьтесь о риске, а прибыль сама о себе позаботится. Для меня риск — это просадка по портфелю, поэтому очень важно его ограничить. При инвестировании это достигается выбором классов активов для аллокации и их развесовкой. При трейдинге — искусственным ограничением риска на каждую сделку в процентах от портфеля (обычно не более 2%). Это позволяет даже при соотношении прибыльных и убыточных сделок, близком к 50/50, достигать плавного прироста капитала;

– наличие плана. Опять же, это касается как инвестирования (например, проводить ротацию активов на основе определенного набора правил), так и трейдинга (например, все сигналы на покупку брать, только если цена отвечает определенным условиям, а если не отвечает, то игнорировать);

– готовность и способность этого плана придерживаться. Это только на словах легко, а на деле постоянно вмешиваются психология, внешний фон, прочие раздражители. Поэтому до сих пор работает и будет работать факторное инвестирование (например, momentum и value), хотя факторы эти давно изучены и все о них знают;

– выбор правильного инструмента для реализации идеи или плана. Я обычно пользуюсь не отдельными акциями или облигациями, а ETF — как на широкие классы активов для стратегической аллокации, так и нишевые / секторные для тактической. Для меня это исключительно вопрос удобства, ликвидности и эффективности. Кому–то удобнее работать с отдельными бумагами. Я не вижу в этом проблемы, если есть план и воля его исполнять.

В целом, нужно помнить, что на рынке нет ничего гарантированного, тут все про неопределенность и вероятностную оценку сценариев. Поэтому я всем рекомендую придерживаться принципа «дисциплина бьет класс», а уж как его реализовывать, зависит от конкретного человека.

Investfunds Forum IX

конференция институциональных инвесторов

Отель «Астория»
17–18 мая

Санкт-Петербург

Реклама.