Александр ВАРЮШКИН,
старший партнер, FP Wealth Solutions

«Единственное, почему мы зарабатывали деньги все это время: покупали что–то дешево и продавали дорого»

Cbonds Review расспросил партнера FP Wealth Solutions Александра Варюшкина о том, почему он выбрал карьеру управляющего, как по его мнению, выглядит идеальный инвестиционный комитет и как не надо принимать инвестиционные решения, а также о том, почему строить любые прогнозы совершенно бессмысленно, какая стратегия инвестирования лучше всего доказала свою эффективность и почему облигации сейчас — это не самый лучший класс активов.

О ВЫБОРЕ КАРЬЕРЫ

— Мне было 14 лет, когда я прочитал роман Драйзера «Финансист». Сама мысль о том, чтобы что-то анализировать и зарабатывать деньги, используя аналитический склад ума, мне сразу очень понравилась. В этом смысле я очень везучий человек, потому что уже в 14 отчетливо понял, чем хочу заниматься. Дальше все было довольно просто: учеба в физико-математической школе, а потом мехмат. Это было единственное на тот момент образование, которое казалось применимым к будущей профессии.

Будучи студентом 2—3-го курсов, я отправился работать сначала курьером в инвестиционную компанию, потом специалистом бэк-офиса, а затем junior-трейдером на деске в банк «Держава». В тот момент он входил в топ-100 российских банков по активам. Но самое интересное заключалось в том, что тогдашние владельцы «Державы» — братья Виктор и Владимир Гусаровы и Сергей Ентц — тоже были выпускниками Московского госуниверситета, здание банка фактически располагалось на территории МГУ, и собственники с удовольствием брали на работу выпускников и студентов мехмата. Так я попал на деск.

Валютным рынком в России тогда никто не занимался, а мы торговали активно. Поэтому рабочий день у меня начинался в 10 утра, когда Москва стартовала, а заканчивался в 00:30, когда закрывался Нью-Йорк. В течение примерно трех лет я жил в таком режиме. Было захватывающе: я думал, что нет ничего важнее, чем отследить каждое движение рынка на экране, и мог сидеть перед ним бесконечно.

После «Державы» мы с коллегами поехали на Кипр строить хедж-фонд с global macro стратегией. Тогда для российского рынка это

было абсолютной невидалью. Макрофонды могут инвестировать в любой рынок, используя любой финансовый инструмент. При этом инвестиционный подход основывается на макроэкономическом анализе. Мы занимались валютными, товарными рынками (вплоть до торговли скотом в Чикаго), драгметаллами, fixed income, акциями, работали с distressed-долгом. Например, одной из любимейших позиций была Аргентина, и, кстати, до сих пор ею остается.

В 2007 году мне окончательно надоело на Кипре, потому что это, по сути, совершеннейшая деревня, а мне было 25 лет, и я понял, что больше там жить не хочу. В тот момент российский рынок чувствовал себя просто прекрасно. Я вернулся в Москву, устроился в «Альфа-Капитал» и стал заниматься fixed income стратегиями. Журнал RBC даже включил меня в десятку лучших портфельных управляющих публичными фондами в России в 2007 и 2008 годах.

В 2009 году Андрей Мовчан, который создавал в то время компанию «Третий Рим», пригласил меня туда в качестве партнера. Это было классное решение. Там я сам полностью выстраивал весь инвестиционный процесс. В этом смысле свобода в управлении и в реализации продуктов, которые ты создаешь, конечно, дорогого стоит. Это не то же самое, что управлять пенсионными деньгами. «Третий Рим» мы продали в какой-то момент и вместе с моими бывшими партнерами по «Третьему Риму» приступили к развитию швейцарского мультисемейного офиса FP Wealth Solutions.

О ВЫСТРАИВАНИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА

— Мне никогда не нравилось общепринятое представление об инвестиционном комитете. Ведь как это обычно работает: на комитете собираются профессиональные образованные люди, которые имеют свой взгляд на рынок: управляющий по fixed income, управляющий по акциям, какое-то количество аналитиков. Условно говоря, управляющий по акциям — это самый квалифицированный специалист по акциям в этой компании. Поэтому, если ты предлагаешь challenge к его мнению, то ты по определению всегда недостаточно квалифицирован для этого. Получается, что коллективное мнение инвестиционного комитета, то есть собрания из 10–15 человек, которые являются инвестиционными профессионалами, – это ровно то же самое, что горит на табло. Вот почему решение должен принимать сам управляющий.

Правда, это не значит, что у нас нет инвестиционного комитета. Мы с коллегами систематически встречаемся, разговариваем на тему макроэкономики, например, и обсуждаем наиболее важные вопросы. Но в такой конфигурации комитет помимо основных целей выполняет функцию риск-менеджмента. Ты представляешь свои идеи на суд коллегам, потому что они профессиональные люди и могут в какой-то момент сказать тебе: «Это не соответствует логике». Но, как правило, никто не станет спорить с тобой о том, что один эмитент лучше другого. Потому что лучше тебя этого по определению не знает никто: ты провел эту работу, ты представляешь свою точку зрения, со своей позиции, она сама по себе тебя защищает.

О ПРИНЯТИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ

— Я двадцать лет занимаюсь профессией, десять из них я думал, что умею прогнозировать движение рынка. Я рисовал всякие линии: головы-плечи, скользящие средние — весь этот бред. Я делал это 10 лет по 12 часов в день. Но в какой-то момент понял, что это не приносит мне доход, я не поэтому зарабатывал деньги все это время. Единственное, почему мы зарабатывали деньги, — мы покупали что-то дешево и продавали дорого. С точки зрения математики есть единственная стратегия, которая показывает abnormal performance (я, как человек, закончивший мехмат, могу это квалифицированно утверждать). Это покупка недооцененных по каким-то параметрам активов. Никакие другие методы пока с точки зрения математики подобными результатами похвастаться не могут. Единственное, что тебе нужно сделать, это найти бумагу, которая по риску и по доходности лучше, чем весь остальной рынок. И всё! Сидишь и ищешь такие бумаги, часто ошибаешься, снова ищешь и так далее. В этом процессе, конечно, высока доля субъективной составляющей. Но есть и объективные характеристики — цифры, например. Соотношение долга и операционного денежного потока — это объективная характеристика. Понятно, что все в этом смысле ошибаются. Просто количество ошибок в одном месте чуть меньше, в другом — чуть больше...

О ПРАВИЛАХ ИНВЕСТИЦИЙ

— Если на собеседовании человек начинает говорить про технический анализ, мы сразу заканчиваем разговор. Я потратил на эту ерунду много времени и больше не хочу. Считайте это правилом номер один.

Market timing — это зло, потому что это невозможно. Ты тратишь на него массу морально-волевых усилий, но при этом чаще всего уходишь в минус. Транзакций не должно быть много. Это еще одно правило.

Ты занимаешься недооцененными активами, или по-другому — стоимостным инвестированием.

Макроэкономика — это очень интересно, но для abnormal performance портфеля она ничего не дает. Более того, макроэкономические прогнозы не позволяют прогнозировать движение рынков, потому что это не связанные напрямую вещи, нет зависимости между текущими темпами изменений ВВП и динамикой рынков (в лучшем случае есть зависимость между темпами изменений ВВП, то есть второй производной, и рынками) . Макропрогнозы нужны, когда вы строите сценарный анализ и определяете основные характеристики будущего портфеля, этим их функции и ограничиваются.

О СИЛЕ ПРОГНОЗОВ

— «Воспоминания биржевого спекулянта» Эдвина Лефевра — чудесная книжка, бесконечно цитируемая всеми и всюду. Но скажите, как эта книга может быть хоть каким-то руководством к действию? Разве можно серьезно относиться к советам о том, как торговать на бирже от человека, который три раза банкротился и умер в нищете? Было бы довольно странно, согласитесь.

Не существует рецептов быстрого обогащения, и ни в одной книжке (может быть, за исключением «Разумного инвестора» Бэнджамина Грэма) не написано, как нужно инвестировать. В какой-то момент бесконечные разговоры трейдеров о том, куда пойдет EUR/USD, а куда — USD/RUB, жутко надоедают, потому что это совершенно бессмысленно. Ты не можешь и не умеешь прогнозировать. При этом многие люди думают, что у них есть интуиция, они умеют угадывать. Но когда ты серьезно проводишь анализ результатов портфеля в контексте именно торговли, то, как правило, сильно разочаровываешься. Правда, мало у

WEALTH
SOLUTIONS

кого хватает желания и сил проводить такой анализ. По прошествии 20 лет в профессии я весьма скептически оцениваю возможности экспертного сообщества в области прогнозов чего бы то ни было, при этом с уважением отношусь к тем, кто этим занимается.

О ПРОВАЛАХ

— Что такое провальная инвестиция? Ты купил бумагу, а потом по ней дефолт, она стоит ноль, эмитент — банкрот... Это может происходить время от времени. Межпромбанк Сергея Пугачева в 2010 году меня очень огорчил. Я думал, что его будут спасать так же, как всех остальных, и ошибся. В этом смысле этот эпизод был неприятным. Как раз тот самый случай, когда субъективные соображения возобладали над объективными и ты пошел против своей инвестиционной философии. Нарушение инвестиционной дисциплины и есть «провал».

ОБ ИЛЛЮЗИЯХ

— У меня один совет для начинающих: лучше не начинать (*смеется*). Это не та профессия, какой ты ее себе представляешь, читая в 14 лет Драйзера. Фондовый рынок — это не место для обогащения. Это иллюзия, что ты придешь сюда и заработаешь огромные деньги. Да, кому-то везет, но кому-то ведь и нет. Это называется ошибкой наблюдения: ты знаешь только про тех, кому повезло, а обо всех остальных, кого по дороге «закопали», обычно говорить не принято. В среднем, инвестируя в активного менеджера, вы с вероятностью 70% получите underperformance. Пока, как я уже говорил, есть единственный способ получать abnormal performance. Но большинство людей занимаются совершенно другими вещами. Иллюзий на тему профессии очень много. Я бы предложил тем, кто только начинает, сразу оставить их в стороне. Иначе ждет разочарование.

О ЛЮБВИ К ПРОФЕССИИ

— Мне доставляет большое удовольствие находить бумаги, покупать их и потом видеть, как они выросли. Но есть в работе моменты, которые не так воодушевляют. Например, я не люблю писать многочисленные презентации, «ходить в телевизор» (*улыбается*). Но в силу того что я партнер компании, председатель инвестиционного комитета и так далее, я это делаю — систематично, но с меньшим энтузиазмом.

С годами твое отношение к профессии меняется. Когда я только пришел на рынок, то считал себя биржевым спекулянтом. А сейчас я понимаю, что работаю в сервисной индустрии. Любой финансовый институт предоставляет сервис. У тебя есть клиент, которому ты предлагаешь свою экспертизу. Не то что ты пытаешься заработать ему много «бабла», нет, ты в первую очередь делаешь так, чтобы он не потеряли свои деньги. И если получается бенчмарк + 2%, то ты большой молодец.

Будучи представителем менеджмента, ты можешь выстраивать процесс управления сам, в том виде, который считаешь правильным. Например, правильный процесс управления не требует ежесекундного присутствия на деске, а активные действия с портфелем происходят достаточно редко. Когда открываешь это для себя, то чувствуешь большое облегчение. Вообще процесс управления портфелем — это довольно монотонное ремесло, заключающееся в просеивании «грубой породы», а не «вдохновение и интуиция».

О БИЗНЕС-КОНЦЕПЦИИ

— Количество денег под управлением — это ведь не единственная цель. Нам интересно, чтобы идея, которая изначально была заложена в наш бизнес, оправдала себя. А идея заключается в создании открытой платформы в области управления благосостоянием. Есть огромное количество инвестиционных банкиров, клиентских менеджеров и других профессионалов индустрии, которые переходят из банка в банка, таская за собой клиентов. Вчера ты работал в UBS, завтра в Credit Suisse, послезавтра в JP Morgan и каждый раз пытаешься объяснить клиенту, какой это классный банк и почему ему нужно пойти за тобой. Понятно, что клиенту это неудобно. Притом что отношения между менеджером и клиентом выстроены и имеется доверие друг к другу.

Мы подумали, что нужно предоставить этим профессионалам возможность для ведения маленького собственного бизнеса. Ты как частный предприниматель, у которого есть бизнес. Ты приходишь и садишься на готовую платформу. У меня есть швейцарская лицензия, у меня есть продукты. У тебя есть клиент? Давай обслуживать его в том месте, где ему удобно. Почему он должен ходить за тобой из банка X в банк Y, притом что по каким-то причинам ему комфортно вообще в Z? Взаимоотношения с клиентом, заслуженное доверие — это твой капитал, твой бизнес, мы на него не будем претендовать в отличие от банков, но предоставим возможность его качественно обслуживать. Вот такая концепция открытой платформы.

Думаю, что все трудовые отношения — это касается не только финансов — двигаются

КОГДА Я ТОЛЬКО ПРИШЕЛ НА РЫНОК, ТО СЧИТАЛ СЕБЯ БИРЖЕВЫМ СПЕКУЛЯНТОМ. А СЕЙЧАС Я ПОНИМАЮ, ЧТО РАБОТАЮ В СЕРВИСНОЙ ИНДУСТРИИ

как раз в этом направлении — мини-предпринимательства на уровне каждого отдельного человека. Такой всеобщий freelance, если хотите. Понятно, что там возникает ряд вопросов, связанных с эффективностью, регулированием и так далее. Но они будут потихоньку решаться.

Пока не могу похвастаться тем, что значимую часть активов нам приводят такие агенты. Мне нравится текущая динамика, но, конечно, хочется большего. Нужно учитывать, что продажи в области управления активами — это довольно тяжелый бизнес и очень длительный процесс. Но нам интересно посмотреть, когда эта концепция заработает в полную силу.

О НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

— Неопределенность в любой момент является ровно такой же, какой она была в предыдущие периоды. Мы никогда не знаем, что будет впереди. Другое дело, что у человеческой психики есть свойство экстраполировать любую тенденцию. Мы экстраполируем, нам кажется, что неопределенность снижается, и это дает психологический комфорт, снижает уровень беспокойства. Но поскольку прогнозировать мы все не умеем, данные из прошлого нам никак не помогают, то любая точка — такая же неопределенная, как и вчера. Вы же хотите получить какой-то прогноз, а я вам его дать не могу, потому что качество этого прогноза нулевое. Я могу сказать, что надо делать, но не могу сказать, что произойдет в будущем. Разницу между этими двумя концепциями люди понимают не сразу.

ОБ АЛЛОКАЦИИ АКТИВОВ

— Каждому классу активов присуща определенная риск-премия. В облигациях размер этой риск-премии сейчас крайне мал. К примеру, среднеисторический уровень спреда по высокодоходным облигациям составляет условно 700 пунктов, сейчас он на уровне 470 пунктов. По акциям ситуация обратная. Средняя риск-премия должна быть примерно 4%, а сейчас она составляет 5%. То есть за то, что ты будешь сидеть в облигациях, тебе сейчас будут платить меньше, чем платили обычно. А с акциями наоборот. Раз в одном месте платят мало, а в другом много, значит, нужно сидеть там, где за риск платят много. В этом смысле облигации сейчас — это не лучший класс активов. Правда, есть миллион соображений, почему в них стоит инвестировать: у кого-то временной горизонт такой, что ничего другого он себе позволить не может, для кого-то приемлема только такая волатильность и так далее. Но когда у тебя есть выбор из всех классов активов, то ты облигации underweight, а акции overweight. А при этом — что будет, ты не знаешь, но что делать — понятно. Вырастут акции или нет — откуда же я знаю? Но я знаю, что за риск там платят больше, чем в любом другом месте, значит, с большей вероятностью я заработаю деньги именно там. Только произойдет это в конечном счете или нет, не может сказать никто. Поэтому инвестидея этого года — покупать акции вместо облигаций.

О ГОРИЗОНТЕ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

— На фондовом рынке нечего делать год. В investment grade — самом консервативном активе — у тебя доверительный интервал становится выше 100% только по истечении третьего года. В акциях это 7–10 лет. Это еще один тезис в копилку начинающего трейдера. На рынок не нужно приходить на неделю, на месяц и даже на год. Пришел инвестировать — готовься ждать.

О РОСТЕ СТАВОК

— Я не думаю, что длинные ставки будут сильно расти. При этом я уже готов увеличивать дюрацию в долларовых облигациях. Если в мае ставки по длинным treasuries были 3.1%, а в августе вырастут до 3.5%, то меня это сильно не испугает. Будут расти доходности, значит, будем увеличивать дюрацию портфеля. Сейчас она составляет 3.5 года. Ставки вырастут до 4% — значит, увеличу дюрацию до 5. Но я не думаю, что на текущий момент вероятность продолжения роста длинных доходностей достаточно высокая. Будет выше — значит, будем реагировать. Как? Например, сидеть и ждать, пока портфель погасится. 3.5 года — в рамках моего инвестиционного горизонта это не пугающая цифра.

С точки зрения кредитного риска я ставлю на покупку широкого кредитного спреда. Потому что продолжение роста процентных ставок, который мы наблюдаем, будет обусловлено ростом экономики, улучшением корпоративных балансов и сокращением кредитных спредов. Рынок высокодоходных облигаций коррелирует с рынком акций. И то и другое — это корпоративный риск. Здесь управлять процентным риском особо не приходится: просто спокойно покупаешь кредитный спред.

О РУБЛЕ

Рубль недостаточно дешев, для того чтобы делать на него ставку. Валюты развивающихся стран становятся интересны, когда они недооценены по паритету покупательной способности процентов на 300 (как было с рублем в 2014 году).

Нужно в принципе сначала определиться, покупаешь ты рубль или нет, а уже потом – инвестируешь ли ты в рублевые облигации. Я рубль не покупаю, потому что он недостаточно дешев для меня. Это не тот актив, который хочется иметь. Хотя я много времени в жизни потратил на рублевые облигации, особенно когда управлял пенсионными деньгами. В рублевых инструментах премия в доходности пока еще есть, но она все меньше и меньше, и то, что иностранных инвесторов в госбумагах будет меньше, это очевидно.

О КРИЗИСЕ EM

— Нет никакого кризиса на развивающихся рынках! Есть укрепление доллара, отчего все решили, что нужно распродавать облигации развивающихся рынков. Если доллар укрепился на 5%, это не значит, что всем стало слишком тяжело обслуживать валютный долг. Тяжелее — это факт. Но не более того: это просто волатильность, присущая данному классу активов. Развивающиеся рынки время от времени падают.

О ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКАХ

— Страшилки у нас из года в год одни и те же. Инфляция в Штатах, кризис в Китае и так далее. Он однажды случится, и кто-то скажет: «Я же говорил!» Это как история с Рубини, который 10 лет прогнозировал кризис, и наконец кризис разразился. Рубини в тот момент был большой молодец, но он же десять лет об этом говорил. А что в остальное-то время делать? Прогнозировать лебедей невозможно, они потому и лебеди. Кстати, в этом смысле бороться с лебедями лучше все-таки покупая акции, а не облигации: у тебя есть неограниченный апсайд и ограниченный даунсайд. В отличие от облигаций, где все как раз наоборот. Хотя в облигациях с этим можно бороться с помощью широчайшей диверсификации: если у тебя в портфеле 30 эмитентов, то даунсайд ограничен среднерыночной волатильностью.

Записала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**