«Финансовые рынки оторвались от реальности»

Павел ТЕПЛУХИН,
генеральный партнер и основатель,
Matrix Capital

В конце августа 2020 года гостем онлайн-конференции «В гостях у Cbonds» стал Павел Теплухин, известный российский экономист и финансист, предприниматель, инвестор. Он является одним из создателей фондового рынка России, на котором работает с 1991 года, когда принял непосредственное участие в основании инвестиционной компании «Тройка Диалог». В настоящее время Павел Теплухин — генеральный партнер и основатель инвестиционного бутика Matrix Capital, входит в состав совета директоров и председательствует в комитете по стратегии Роснано; является независимым директором, членом совета директоров ЛУКОЙЛа и Skolkovo Ventures. Мы приводим ответы на некоторые вопросы, которые были заданы Павлу Теплухину в рамках онлайн-конференции «В гостях у Cbonds», они отражают взгляд эксперта на текущие рыночные тренды.

— Как вы смотрите на текущую ситуацию на рынках? С одной стороны, происходят вроде бы страшные вещи — карантин, рекордное падение ВВП во многих странах, политические протесты. По теории фондовые рынки должны были упасть, но индексы, напротив, бьют рекорды. Почему так?

— На рынке акций мы, по сути, оцениваем дисконтированный будущий денежный поток. В этой формуле важен как числитель, то есть сам будущий денежный поток, так и знаменатель — ставка дисконтирования.

С точки зрения числителя все понимают, что пандемия пришла не навсегда, через какое-то время она закончится. Сначала будет провал, но в средне- и долгосрочной перспективе все вернется на круги своя. Поэтому будущий денежный поток практически не меняется. Получается, вопрос справедливой цены — это вопрос знаменателя, а не числителя. На что мы делим?

Понятно также, что ставка дисконтирования изменилась, и изменилась она потому, что добавилась неопределенность. В результате ставка выросла

ТО, ЧТО В ОБЛИГАЦИЯХ С ИНВЕСТИЦИОННЫМ РЕЙТИНГОМ МЫ ИНТЕРЕСНЫХ ДОХОДНОСТЕЙ В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ НЕ УВИДИМ, — ЭТО ФАКТ

и, как следствие, дисконтированный денежный поток упал. Справедливая цена акций должна была тоже упасть, что означало бы коррекцию рынка, может, и небольшую на самом деле. Что же произошло по факту? Отдельные правительства, прежде всего правительство США, впрыснули в систему беспрецедентное количество денег. Это все объяснялось тем, что нужно как-то поддерживать граждан, бизнесы, спрос в конечном итоге. Конечно, по факту это было совсем не так. Спрос невозможно было поддержать, потому что он был физически и юридически ограничен: условно говоря, тебе дают деньги на поход в парикмахерскую, но ходить в парикмахерскую запрещено. Поэтому деньги первым делом оказались там, где они и должны были оказаться, — на самых ликвидных рынках: валютном, товарном и фондовом. В результате такой ситуации все американские активы, которые имеют хоть какую-то ликвидность, начали расти, а до реального сектора почти ничего из закачанных в экономику денег не дошло. В связи с тем что американцы, в отличие от России, печатают резервную валюту, всю эту радость мы и профинансировали вместе с нашими арабскими, китайскими и другими коллегами.

Российские рынки, к слову, более разумно отреагировали на изменения. Реальная экономика упала — рынки упали. Причем упали не сильно, потому что есть понимание — в будущем пандемия будет преодолена, и в долгосрочной перспективе российские корпорации не так уж и плохи.

— Давайте теперь поговорим об облигациях. Уровни процентных ставок во многих странах достигли беспрецедентно низких уровней. Бонды на десятки триллионов долларов уже сегодня находятся в зоне отрицательных ставок, а если считать реальные ставки с учетом инфляции, то почти весь мир — в красной зоне. Причем все чаще приходится слышать мнение, что эпоха сверхнизких ставок — это надолго. Что в связи с этим делать инвесторам? Уходить в максимальный риск? Или вообще отказываться от облигаций как от класса активов?

— То, что в облигациях с инвестиционным рейтингом мы интересных доходностей в ближайшее время не увидим, — это факт. В этой связи работа портфельных менеджеров должна строиться на повышении риска внутри низкорискованных активов. Повышение риска в этом случае достигается за счет левереджа. Если вы умеете работать с левереджем и у вас есть возможность привлекать его по низким (а возможно, и отрицательным) ставкам, то у вас есть шанс заработать какую-то разумную доходность на этом рынке.

Впрочем, гораздо более интересные доходности есть на пограничных территориях. В составе нашего долгового портфеля облигации с инвестиционным рейтингом занимают не более 10% портфеля, остальное — качественные компании Emerging Markets (EM), которые по определенным причинам еще не получили инвестиционный рейтинг. Мы понимаем, что перспективы снижения доходности и роста стоимости более рисковых бондов сейчас довольно привлекательны, потому что большинство инвесторов убегут из бумаг с инвестиционным рейтингом, ставших непривлекательными. И такие инвесторы неизбежно придут на пограничные территории.

Я допускаю, что спред качественных бумаг без инвестиционного рейтинга по отношению к 10-летним американским казначейским обязательствам в ближайшие полгода снизится на 50 б. п. Если это произойдет, то с учетом средней дюрации нашего портфеля мы получим 2.5% роста доходности на этом горизонте. Имея при этом еще и текущую доходность свыше 6% годовых, в итоге выходим примерно на 10% годовых в валюте. Вот такая ожидаемая доходность по нашему не очень рискованному портфелю.

Можно, конечно, и погорячее. Облигации — это же чистая математика. Есть возможность включать различные математические конструкции, вполне привлекательные с точки зрения получения двухзначной доходности. В нашем случае сейчас такой потребности нет, потому что мы с момента основания и так показываем очень качественный результат. Но, наверное, через год-два с учетом общемирового снижения процентных ставок мы без применения дополнительной фантазии тоже снизимся по доходности. Нас это не устраивает, и мы уже сегодня присматриваемся к новым сегментам, ибо понимаем: EM в широком смысле этого слова, включая некоторые экзотические страны бывшего СССР, Персидского залива, Африки, Юго-Восточной Азии и так далее, — вот наше ближайшее будущее.

— Помимо акций и облигаций есть ли еще какие-то классы активов, на которые стоит обратить внимание? Насколько интересными могут быть, например, инвестиции в искусство? Что вы думаете по поводу вложений в золото и платину?

— Давайте начнем с искусства. Если оно качественное, значит — уникальное. В таком случае цена всегда будет неконкурентной, ее невозможно предсказать. Поэтому, когда вы обсуждаете настоящее искусство, забудьте про слово «инвестирование». Эти две вещи на одной полке не живут. Либо одно, либо другое.

Что касается золота и платины, то мне кажется, что здесь нужно быть аккуратнее с дефинициями. Когда люди говорят про вложения в драгоценные металлы, то обычно имеют в виду фонды и другие производные инструменты, выпущенные какими-то финансовыми институтами, а не физический металл. В этом смысле речь идет не о риске золота или платины, а о риске финансового института. А это, как говорится, две большие разницы. Как правило, у финансовых институтов риск далеко не нулевой. Нота, выпущенная одним эмитентом, отличается от ноты другого эмитента, потому что они имеют разные рейтинги.

Есть люди, которые по-прежнему думают, что покупают золото, хотя на самом деле — фьючерс. А есть люди, которые покупают слиток и удивляются что он приносит отрицательную доходность, потому что драгметалл надо где-то хранить, а в некоторых странах заплатить НДС и другие налоги.

Но даже если мы сравниваем яблоки с яблоками, то есть отделяем физическое золото от фьючерса, выпущенного финансовым институтом, все равно получается, что рынок каждого из этих активов практически эффективен и в таком случае предсказанию не подлежит. Мы имеем дело с почти случайным набором шагов. По этой причине я в золото не инвестирую. Но это не значит, что вы не можете на нем заработать. Но и не можете быть уверенным, что заработаете на нем. Мне такое не подходит.

— Ваши ожидания по поводу дальнейшего роста американского фондового рынка? Сейчас он фактически затрагивает только технологический сектор. Насколько это справедливо?

— Я считаю, что американские финансовые рынки оторвались от реальности и этот разрыв будет через какое-то время ликвидирован. Это может случиться либо за счет резкого роста американской экономики, либо за счет резкого падения американского фондового рынка. Хотя возможен и третий — промежуточный — вариант. Как бы там ни было, две кривые — динамика экономики и динамика фондового рынка — каким-то образом должны вновь начать коррелировать.

Сегодня же американская реальная экономика чувствует себя не очень хорошо, а фондовые рынки бьют новые рекорды. Это объясняется только накачкой ликвидности, связанной в том числе с избирательным циклом.

Что касается технологического сектора, то ведущие корпорации действительно продемонстрировали, что они более устойчивы в период пандемии. Поэтому более высокие темпы роста стоимости их акций вполне объяснимы.

— Баланс ФРС достиг максимальных исторических значений. Как вы думаете, будет ли раскручиваться инфляционная спираль в США?

— Раньше мы думали, что инфляция имеет монетарную природу, но уже 15 лет прошло с того момента, как была вручена Нобелевская премия за доказательство того, что инфляция определяется ожиданиями роста цен, а денежная накачка экономики — тоже фактор, но гораздо более слабый и менее существенный. То есть инфляционную спираль определяет совсем другой феномен. Будет ли он работать в связи с пандемией, вот в чем вопрос.

По косвенным признакам мы уже наблюдаем долларовую инфляцию: евро в долларах стало дороже, золото в долларах стало дороже, и другие активы стали дороже.

— Даже без пандемии акции роста давно обгоняют акции value. Как вы учитываете это в своих стратегиях и считаете ли это временным явлением?

— Мы еще до пандемии вступили в фазу циклического снижения ряда отраслей, которые традиционно относятся к категории value. В первую очередь речь идет о металлургии, добыче угля. Эффект циклического снижения наложился на пандемию. Когда мы из нее выйдем, то снова окажемся в стадии сжатия спроса на цикличные товары. А цена акций роста типа бумаг технологических компаний будет расти. Конечно, мы учитываем это в своих стратегиях.

ДВЕ КРИВЫЕ — ДИНАМИКА ЭКОНОМИКИ И ДИНАМИКА ФОНДОВОГО РЫНКА — КАКИМ-ТО ОБРАЗОМ ДОЛЖНЫ ВНОВЬ НАЧАТЬ КОРРЕЛИРОВАТЬ