



## Стратегия и тактика инвестиций на международных рынках акций в 2021 году

В первой половине 2021 года экономика будет подвержена высокой волатильности, но к концу года экономический рост наберет силу на фоне ослабления коронавирусных рисков после массовой вакцинации населения, при поддержке программ фискального и монетарного стимулирования в основных развитых странах.

Избыток капитала на рынках приведет к снижению доходности основных классов активов (акций, облигаций, недвижимости и т.д.) в ближайшие годы. На рынке акций наиболее успешной будет активная стратегия инвестирования, ориентированная на:

- высокотехнологичные компании, обладающие прорывными инновационными технологиями, с высокими темпами роста прибыли (growth stocks);
- компании с устойчивой бизнес-моделью и стабильной прибылью, которая реинвестируется в развитие бизнеса (compounders);
- компании, внедряющие инновационные технологии, которые меняют структуру отдельных индустрий и экономики (disruptors).

Среди наиболее привлекательных секторов экономики для инвестиций в новом экономическом цикле мы выделяем:

- биотехнологии (фармакология),
- информационные технологии (IT, включая AI и машинное обучение),
- альтернативную энергетику,
- умную автоматизацию (intelligent automation),
- новые технологии в транспорте.

### Придется жить с коронавирусом

«Черный лебедь» 2020 года – пандемия коронавируса – остается в повестке дня несмотря на начало вакцинации населения ряда стран. Наша команда исходит из того, что в дальнейшем человечество научится жить в условиях пандемии. Вирус будет приходить, уходить, мутировать, вероятно регулярная вакцинация – пока большинство вакцин дают краткосрочный иммунный ответ. Побочные эффекты от применения вакцин для нервной системы и мозга человека не изучены. Поэтому инвесторам следует быть готовым к потоку как хороших, так и плохих новостей, связанных с вакцинами против коронавируса. Эти новости будут оказывать существенное влияние на фондовые рынки. В ноябре [наша команда писала](#) о риске появления новой разновидности коронавируса. В декабре [главный врач Великобритании заявил](#) об обнаружении нового типа коронавируса; эффективность вакцины компании Pfizer для него не доказана.



## Доходность основных классов активов будет снижаться

В 2020 году, получив доступ к дешёвым, а в некоторых случаях и бесплатным деньгам (кредитным ресурсам по отрицательным ставкам, а также выплатам пособий от государства), инвесторы разогнали рынки акций. Основные индексы в США обновили исторические максимумы даже в условиях пандемии.

Циклически сглаженный мультипликатор американского рынка S&P 500 CAPE Ratio или Shiller P/E в декабре 2020 г. превысил уровень 1929 года, который предшествовал биржевому обвалу и Великой депрессии, и достиг значения января 2018 года – перед падением фондовых рынков. Существенно выше этих отметок мультипликатор взлетал лишь в период 1999–2000 годов.



Note: Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio P/E10 or CAPE  
Source: Robert Shiller, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

Текущее состояние рынка акций не позволяет определить доходность инвестиций в перспективе 6-12 месяцев – фундаментальные показатели и мультипликаторы не оказывают существенного влияния на результат краткосрочных вложений. Но они однозначно указывают на снижение среднего совокупного дохода от инвестиций в акции на горизонте 10 лет. Чем выше взлетит рынок акций в ближайшее время, тем меньшую совокупную доходность получают инвесторы в следующем десятилетии. Модельные прогнозы среднего совокупного дохода от акций на международных рынках за вычетом инфляции (real return) от уважаемых стратегов дают не более 0-2% в год.

На рынках облигаций ситуация ещё хуже. Реальная доходность (с учетом инфляции) американских корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом (Investment Grade) впервые стала отрицательной. Иными словами, вложения в них после вычета инфляции приводят к отрицательному результату.

В результате сложившейся на рынках ситуации классическая модель портфеля частного инвестора 60/30/10 (60% акции, 30% облигации и 10% cash) в ближайшие 10 лет может показать отрицательный совокупный доход после вычета инфляции. [Модель, составленная авторитетным инвестором John Hussman](#), известным своим академическим подходом к инвестициям, дает потенциальную доходность такого портфеля - минус 1,7%.

Легендарная [управляющая компания GMO предсказывает](#), что следующее десятилетие будет “потерянным” для традиционного портфеля 60/40.

## Основные риски для фондовых рынков

**Жесткий локдаун в результате вспышек коронавируса в ведущих странах.** Ограничительные меры по посещению публичных мест и участию в массовых мероприятиях для населения негативно влияют как на индустрию сервиса, так и на уровень потребления. Возможны негативные сюрпризы в виде снижения темпов восстановления экономики. Так, “индекс неожиданности в экономике” в США (US Economic Surprise index) падал весь последний



квартал 2020 г., это означает, что публикуемая макроэкономическая статистика оказалась хуже ожиданий аналитиков.

**Завершение программ вливания ликвидности в рынки.** Поддержка рынков центральными банками не может продолжаться бесконечно. Завершение программ скупки активов регуляторами может вызвать неадекватную реакцию рынков, как в 2018 г.

Сегодняшние тренды в монетарной политике, программы фискального стимулирования и рост широкой денежной массы указывают на возможность резкого скачка инфляции в перспективе 2-5 лет. Темпы роста широкой денежной массы в США достигли рекордного уровня, сравнимого с 1944 г. Во второй половине следующего десятилетия инфляция в мировой экономике может достичь 3-5%.

**Разбалансированность финансовой системы.** Ультрамягкая денежно-кредитная политика в сочетании с бесконтрольным печатанием денег и наращиванием долга, а также устойчивый популистский курс большинства политических партий в ведущих странах в последние несколько лет привели к снижению темпов экономического роста, торможению национальных экономик, появлению пузырей в основных классах активов, кредитного плеча в финансовой системе, а также огромного балласта в виде убыточных зомби-компаний, прибыль которых не покрывает проценты по долгам.

## Факторы поддержки рынков акций

При всем том мы конструктивно смотрим на рынки акций в 2021 г. Благоприятное сочетание ультранизких процентных ставок, низкой инфляции и рекордного объема ликвидности, которые обеспечивают центральные банки, поддержит рынки в ближайший год. Обвалы акций и «медвежьи» рынки в отсутствие рецессии наблюдаются редко. Нежелание ведущих центральных банков нормализовать процентные ставки в ближайшие год-два в сочетании с двузначными темпами роста широкой денежной массы ограничат любую коррекцию. Выпущки коронавируса и локдаун в ведущих странах в 4 квартале 2020 года приведут к росту объемов государственного стимулирования экономики и продлению сроков действия мер поддержки.

Для российского рынка акций дополнительным стимулирующим фактором может стать продолжение ослабления курса доллара США, что поддержит цены на сырьё, российский рубль и приведёт к росту спроса на российские активы.

## Стратегия высокодоходного портфеля в новом бизнес-цикле

Концентрированный портфель акций компаний, демонстрирующих высокие темпы роста, составленный с применением активной стратегии (active, growth investing style) в долгосрочной перспективе позволит получить доходность, существенно превышающую средние показатели рынка.

Основным источником прибыли, драйвером экономического роста и инноваций в экономике станут высокотехнологичные компании, обладающие прорывными технологиями.

В прошлом портфель акций быстро растущих компаний, составленный с применением активной стратегии (active, growth investing style), существенно превышал доходность основных индексов. Это связано, прежде всего, с присутствием в индексах акций компаний секторов старой экономики с высокой капитализацией, которые зависят от бизнес-цикла и доля которых в индексах довольно высока. Это добыча ресурсов, металлургия, тяжёлое машиностроение, традиционная электроэнергетика и т.д. Таким образом, сама структура основных рыночных индексов не позволяет им адекватно реагировать на новые точки роста - появление новых быстрорастущих игроков. В частности, на закончившемся бычьем рынке (bull market) 2009–2019 годов среди 10 компаний, акции которых показали наибольший рост, только Netflix (+6608%) входила в ведущий индекс Nasdaq Composite.



# Technology of the Future Fund

Интересно, что один из крупнейших мировых инвесторов, Norges Investment management - суверенный фонд Норвегии, после многих лет концентрации на пассивных (индексных) инвестициях [вновь делает ставку на активную стратегию](#).

Концентрированный портфель быстрорастущих компаний (growth stocks), сфокусированный на новых циклических трендах в экономике позволяет обеспечить значительно превосходящую основные индексы доходность. Отличным примером являются облачные технологии и инфраструктура. Пандемия дала им дополнительный импульс: ускорились переводы ведущими корпорациями своей IT-инфраструктуры в облако, выросло число онлайн-сервисов в структуре бизнеса и цифровизации. Инвестиции в данные сегменты были одними из самых прибыльных в 2019-2020 гг.

Точно спрогнозировать развитие основных трендов в мировой экономике довольно сложно из-за множества непредсказуемых факторов: геополитические конфликты, внутрисполитические кризисы, торговые войны, «черные лебеди», пандемии. Однако компании, которые находятся в привлекательных секторах экономики, обладающие хорошими фундаментальными показателями, где у руля стоит команда сильных лидеров, несмотря на негативные внешние факторы, смогут преодолеть препятствия, и их акции могут продемонстрировать впечатляющий рост даже в сложных условиях рынка. Акции канадской компании Shopify в 2018 г., который был одним из самых сложных для фондовых рынков, выросли на 31%. Компания фактически стала родоначальником индустрии онлайн продаж в самом начале тренда, который изменил структуру ритейла. С момента нашей рекомендации в [инвестиционной стратегии на 2018 г.](#) акции компании выросли на 1171%.

Наш опыт показывает, что концентрированный портфель быстрорастущих компаний, составленный на основе активной стратегии, позволяет эффективно использовать новые циклические тренды в экономике. В основе активной стратегии лежит выявление новых трендов, как например внедрение прорывных технологий (disruptive technologies) обладающих долгосрочным потенциалом, новых продуктовых циклов, новых больших рынков, а также поиск компаний, которые умеют извлекать выгоду из новых трендов в экономике. Таким примером в нашем портфеле в 2020 году стала компания Domo (рост акций составил 312% на 21.12.20, доходность в портфеле - более 100%), которая вовремя предложила клиентам решения в наиболее востребованном новом сегменте сектора IT: дистанционный сбор, хранение, анализ информации с применением алгоритмов и машинного обучения, а также реализация решений в режиме онлайн. Аналитика в “облаке” и принятие решений на базе алгоритмов аналитики больших данных – два новых тренда в бизнесе, которые находятся в самом начале многолетнего развития.

Концентрация на перспективных секторах особенно важна в новом бизнес цикле, когда разница в темпах роста прибыли и, соответственно, в доходности инвестиций в секторах новой и старой экономики будет существенной. Согласно данным, опубликованным в Journal of Financial Economics, с 1926 по 2015 почти половина из 26 000 компаний, торгующихся на американских биржах New York Stock Exchange, American Stock Exchange, and NASDAQ были убыточными, занимая место в соответствующем индексе.

В этот период подъем рынка акций в целом был основан на сильном росте небольшого количества компаний. Около 50% роста американского рынка акций обеспечили 86 самых прибыльных акций, что составило менее 1% всех акций на американском рынке. Весь рост американского рынка основан на росте 4% наиболее прибыльных акций. Это ещё раз подтверждает, что инвестиции в тщательно выбранные компании и соответствующая доля этих компаний в портфеле обеспечат доходность, существенно превышающую основные индексы.

По нашим прогнозам, в ближайшие 6 месяцев на рынках будет наблюдаться перетекание капитала из акций высокотехнологичных компаний в недооценённые бумаги старой экономики на основе методик стоимостных инвестиций (value investing). Данная тактика в краткосрочной перспективе обеспечит неплохой доход. Основной целью нашей стратегии является получение максимального совокупного дохода в течение всего бизнес-цикла (5-10 лет). Поэтому мы используем любую «слабость» в акциях высокотехнологичных компаний – наших стратегических инвестиций для увеличения позиций.



## Какие компании стоит включать в портфель в новом бизнес-цикле

В активном инвестиционном процессе в высокотехнологичные компании в большинстве случаев мы концентрируемся на трех группах:

1. Компании, демонстрирующие высокие темпы роста прибыли (growth stocks). Существует прямая зависимость темпов роста прибыли компании и роста её акции. Согласно анализу инвестиционной компании [Knowledge Leaders Capital](#), зависимость роста котировок на горизонте 12 месяцев от темпов увеличения прибыли компании очень сильна: коэффициент детерминации (взаимосвязи) равен 0,93. Чем ближе этот коэффициент к 1, тем сильнее зависимость. Подробнее [здесь](#).
2. Компании, обладающие устойчивыми бизнес-моделями, постоянно демонстрирующие стабильную прибыль, которую реинвестируют в развитие бизнеса (compounders).
3. Компании, владеющие прорывными инновационными технологиями, которые меняют структуру отдельных индустрий, экономики, а также вносят изменения в повседневную жизнь и работу населения (disruptors). Хорошим примером здесь может быть Facebook, которая изменила форматы общения людей и многие социальные тренды. С момента IPO в 2012 г. акции компании выросли на 702% (21.12.2020)

## Наиболее привлекательные сектора для инвестиций

**Биотехнологии (фармакология).** Четыре из 10 наиболее прибыльных акций прошлого «бычьего» рынка (2009 – 2019 гг.) представляли сектор биотехнологий (фармакологии): Dexcom (+18 000%), Jazz Pharmaceuticals (+10 000%), Exact Sciences (+8000%), Insulet (+5000%). Рост продолжительности жизни, а также стремление к улучшению ее качества приводят к стабильному росту спроса на лекарства. Наша команда продолжает формировать компетенцию в разных сегментах сектора. На 30 ноября доля инвестиций в данный сектор в портфеле фонда Technology of the Future была наибольшей (20%).

**Информационные технологии (IT).** В последние несколько лет в секторе IT появилось несколько новых трендов, которые существенно влияют на бизнес и повседневную жизнь.

- Перевод IT-инфраструктуры ведущими корпорациями в облако.
- Принятие решений на основании аналитики больших данных. Пандемия резко ускорила данный тренд, когда руководство компаний было вынуждено принимать стратегические решения на основании больших объёмов постоянно меняющихся данных.
- Доминирование онлайн продаж изменило структуру ритейла, привело к банкротству многих традиционных розничных сетей и торговых центров.
- Дистанционная занятость.
- Цифровизация.
- Революция в сегменте глубинного обучения (Deep Learning) изменила индустрию искусственного интеллекта.

Инвестиции в компании, которые успешно используют данные тренды, были и будут наиболее прибыльными в ближайшие годы.

**Альтернативные, возобновляемые источники энергии.** Возобновляемые источники энергии обладают неисчерпаемым природным ресурсом. В 2021 году объёмы инвестиции в данный сегмент могут быть самыми большими в энергетике, впервые в истории превысят объем инвестиций в традиционную добычу нефти и газа. (Источник: Goldman Sachs).

**Зеленые технологии.** Перераспределение потоков капитала в пользу “Зелёных” технологий приводит к изменению структуры многих индустрий. Так крупнейшие нефтяные компании трансформируются в крупнейшие



энергетические компании – в игроков на рынке альтернативных источников энергии, что постепенно приводит к существенным структурным изменениям в экономике.

**Умная автоматизация (intelligent automation).** Программы автоматизации с применением искусственного интеллекта позволяют увеличивать производительность, улучшать качество продукции, снижать себестоимость, а в некоторых случаях заменять человеческий труд.

**Новый транспорт.** Беспилотные транспортные средства и применение альтернативных источников энергии на транспорте потребуют создание новой мощнейшей инфраструктуры.

## Советы инвесторам в 2021 г.

- Избегайте стремлений к получению краткосрочной прибыли. Самые большие деньги на фондовых рынках зарабатываются на изменении фундаментальных трендов в компаниях (например, появление и внедрение новой линейки продуктов). Но эти изменения не происходят быстро. Попытки заработать краткосрочную прибыль в большинстве случаев приводят к тому, что инвесторы упускают многолетний растущий тренд (см. пример с акциями компании Shopify выше).
- Начиная с конца 2017 года основным тезисом нашей инвестиционной стратегии является: “Мы живём в мире, в котором никто еще никогда не жил”. Прошлый опыт, методики, наработанные в минувшем бизнес цикле (2009 -2019 г), не обязательно будут условием для достижения успеха в ближайшем будущем. В ближайшие годы риск-менеджмент, а именно понимание, оценка, контроль и управление рисками будут более важны, чем получение большой прибыли.
- Избегайте потерь капитала, которые могут быть катастрофическими для портфеля. Успешный инвестор знает: главное условие удачных инвестиций — отсутствие значительных потерь. Иными словами, для инвестора не так важно количество заработанных денег, как умение избегать катастрофических убытков. Если Вы избегаеете больших потерь и сохраняете капитал, рынок всегда даст Вам возможность заработать.

### Legal Disclaimer

#### Technology of the Future Fund

All information herein must be treated as confidential or legally privileged information that is intended for addressee(s) only. You are advised to exercise caution in relation to its contents. If you are in any doubt about any of the contents of the document, you should obtain independent professional advice. This material is presented solely for informational purposes and nothing herein constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a recommendation to buy, sell or hold a security. Information is obtained from sources deemed reliable, but there is no representation or warranty as to its accuracy, completeness or reliability. All information is current as of the date of this material and is subject to change without notice. Any views or opinions expressed may not reflect those of the firm as a whole. Third party economic or market estimates discussed herein may or may not be realized and no opinion or representation is being given regarding such estimates. This material may include estimates, outlooks, projections and other "forward-looking statements." Due to a variety of factors, actual events may differ significantly from those presented. Indexes are unmanaged and are not available for direct investment. Investing entails risks, including possible loss of principal. Unless otherwise indicated, returns shown reflect reinvestment of dividends and distributions. Past performance is no guarantee of future results. Investing in foreign securities involves greater risks than investing in local securities, including currency fluctuations, interest rates, potential political instability, restrictions on foreign investors, less regulation and less market liquidity. This summary is not a complete list of the risks and other important disclosures involved in investing in Technology of the Future Fund, details of which can be found in the Private Placement Memorandum.