

## РАЗБОР ПОЛЁТОВ 2018

ЯНВАРЬ 2019



Ежемесячный аналитический обзор

Сложный для финансовых рынков 2018 год оказался очень удачным для начала активных действий в рамках нашей основной стратегии (value investing) активного управления портфелем акций на международных рынках. Предположение годичной давности о том, что вскоре можно будет инвестировать капитал в акции качественных компаний на 20–30% выгоднее, полностью оправдалось. По итогам года доходность 90% классов активов оказалась отрицательной.

Ситуация на рынках позволила нам заложить хороший фундамент для роста стоимости портфеля акций в течение следующего бизнес-цикла. Благодаря существенному падению развивающихся рынков, прежде всего Китая, удалось пополнить портфель ранее отобранными бумагами ряда наиболее перспективных и изрядно подешевевших в минувшем году компаний высокотехнологического сектора.

Мой взгляд на финансовые рынки на 2018 г. изначально был негативным. Еще в августе и декабре 2017 г. я опубликовал аналитические обзоры с основными прогнозами ситуации в мировой экономике и на финансовых рынках на 2018–2021 гг. (обзоры от [09.08.17](#) и [20.12.17](#)). По моей оценке, в конце 2017 г. потенциальная доходность на рынках акций перестала соответствовать возрастающим рискам. Также я предположил, что в результате возникновения противоречий между рынками акций и изменениями в политике монетарных властей (ужесточение денежно-кредитной политики, рост процентных ставок) ликвидность на фондовых рынках начнёт сокращаться, волатильность и, соответственно, риски возрастут. И это в итоге приведёт к падению большинства рынков.

Опираясь на эти выводы, с августа 2017 г. я начал постепенно сокращать инвестиции и выводить капитал с фондовых рынков, чтобы временно разместить в инструменты

денежного рынка (cash) и банковские депозиты. Я также серьезно ужесточил критерии отбора инвестиций для нашего портфеля.

## Динамика рынков

2018 г. практически полностью подтвердил правильность этих предположений. Единственным активом, который показал положительную совокупную доходность в долларах, оказались американские казначейские облигации (+0,8%). Все #мировые рынки акций и долговые рынки оказались в минусе в долларовом эквиваленте. По данным Deutsche Bank, 63 из 70 классов активов (то есть 90%) показали отрицательный совокупный долларовый доход.

Среди лидеров по доходности в местных валютах стали российский индекс Московской биржи (+18,5%, при долларовой доходности по индексу RTS в минус 7,62%) и бразильский *Vovespa* (+15%), также показавший отрицательную доходность в американской валюте.

Основные индексы развитых и развивающихся рынков за пределами США достигли пика в январе 2018 г., после чего упали в среднем на 10-20%. Первая волна снижения прошла в I квартале 2018 г., в течение II-III кварталов наблюдался отскок вверх, а в IV квартале падение продолжилось. Ситуация развивалась очень близко к сценарию, описанному в обзоре [“Как происходит обвал, падение рынка”](#).

Японский индекс *ToPIX* и корейский *Kospi* последовали за китайскими индексами и так же «официально» вошли в медвежий тренд, то есть упали более чем на 20%.

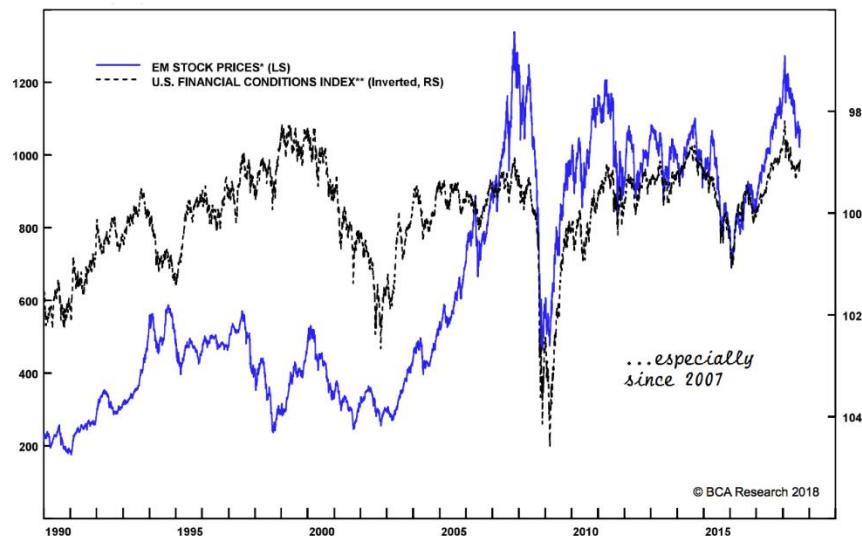
В то же время, рынок акций США после начального февральского падения в сентябре достиг очередного исторического максимума, а по итогам всего года снизился лишь на 4,4%. Я никогда не берусь предсказывать движение рынка в цифрах, а выстраиваю сценарии. По базовому сценарию, первая серьёзная волна падения на американском рынке прошла в IV квартале 2018 г., сегодня, в январе, наблюдается отскок вверх перед продолжением нисходящего движения. Вторая волна падения на рынке акций США может начаться в любой момент в течение I квартала 2019 г.

Чуть менее года назад, 5 февраля, основной индикатор рисков, индекс волатильности VIX, вырос на 116% за день - это самый большой скачок за всю его историю. Волатильность и риски вернулись на рынки. Индикатор VIX во второй половине 2017 г., в среднем, колебался в диапазоне 10-15. Во второй половине 2018 г. коридор расширился до 18-25 – произошел существенный рост индекса рисков.

Доллар США (индекс DXY) в 2018 г. укрепился на 4,4% по отношению к корзине основных валют. [Как я прогнозировал](#), последствия роста доллара и процентных ставок стали драматическими, прежде всего для развивающихся рынков. Валюты развивающихся стран упали на 10,6%, рынки акций – на 14,5% по долларовому индексу MSCI EM, а облигации – на 3,5% (в долларах).

Курс российского рубля на 31 декабря 2018 г. достиг уровня в 69,68 руб./\$. За весь 2018 г. его падение составило 20,86%. У экспертов было много разных мнений по поводу причин падения рубля. Многие называли основной причиной санкции США в отношении России. Однако стоит напомнить, что с 1994 г. самым главным фактором, который оказывает влияние на развивающиеся рынки, является монетарная политика властей США. Аналитики BCA Research наглядно продемонстрировали это на графике, сравнив индекс акций развивающихся рынков (MSCI EM) и [US Financial Conditions Index](#). График перевернут - рост индекса указывает на ухудшение условий. GS US Financial Conditions Index фактически основан на ключевых монетарных индикаторах США: процентных ставках, курсе доллара (DXY), оценке справедливой стоимости рынка США и кредитных спредах.

### Сравнение индекса акций развивающихся рынков и индекса US Financial Conditions.



\*Источник: BCA Research



ASHKASOV.COM

Поэтому введённые в отношении России санкции и политическое давление со стороны США являются лишь одной из причин ослабления российского рубля. Основная же причина падения рубля состоит в том, что оно было предсказуемо в силу роста процентных ставок в США и доллара относительно остальных валют (обзоры от [28.02.18](#) и [15.06.18](#)).

В 2018 г. Федеральная резервная система (ФРС) США повышала процентные ставки четыре раза. Всего с начала периода ужесточения монетарной политики ФРС прошло восемь повышений ставок. Мы видели, какое влияние это оказало на финансовые рынки по всему миру.

По итогам 2018 г. цены почти на все виды сырьевых товаров “ушли под воду”, а сводный индекс основных видов сырья CBR Index (USD) упал на 12,4%.

Доходность основных видов активов за 2018 г. можно посмотреть [здесь](#).

## Портфель активов

Сложившаяся в минувшем году ситуация на финансовых рынках как нельзя лучше подходила для начала пополнения долгосрочного портфеля акциями наиболее перспективных компаний, обладающих передовыми технологиями или их разрабатывающих, в рамках нашей стратегии. Такой портфель способен в перспективе 3-5 лет после формирования обеспечить многократный прирост первоначальных вложений и приносить регулярный стабильный доход за счет взрывного роста отдельных позиций по мере расширения бизнеса этих компаний.

Почти невозможно угадать, когда та или иная бумага достигнет минимальной цены, ниже которой не опустится. Поэтому покупку бумаг для портфеля нужно начинать, как только цена достигнет выгодного для долгосрочного инвестирования уровня, который определяется заранее на основе оценки справедливой стоимости компании. Не страшно, если цена таких акций после покупки по каким-то причинам опустится еще ниже. По мере снижения или коррекций вниз цен, дисциплинированный процесс покупки акций должен продолжаться до достижения изначально намеченного объема в портфеле.

Снижение стоимости портфеля в отдельные промежутки времени, кажущаяся краткосрочная убыточность, пока портфель полностью не сформирован и падение рынков продолжается, не должны смущать. Скорее, они являются естественным проявлением начальной фазы реализации [стратегии value investing](#) применяемой мною.

Это стратегия рассчитана на получение максимального совокупного дохода (absolute return) от инвестиций в акции конкретных особым образом выбранных компаний по мере реализации заложенного в их бизнесе потенциала, без привязки к определенному сроку в ближайшем будущем.

Формально основная цель моей стратегии – удвоить стоимость активов в течение экономического цикла (5-10 лет). Достигать этого удастся благодаря покупке бумаг качественных компаний по выгодным ценам. Именно эта стратегия позволила инвестфонду OP Venaja Fund, которым я управлял, в период 2009-2010 гг. оказаться вторым среди всех западных фондов, инвестировавших в Россию, с доходностью в 298% и обогнать индекс РТС более чем на 100%. Подробнее об этом в [интервью “Вестнику НАУФОР”](#).

Стратегия изначально предполагает низкую доходность или даже убыточность ряда позиций портфеля в течение первых лет нисходящего тренда – покупая акции компаний на падающем рынке, нужно быть готовыми к тому, что бумаги даже самых лучших компаний могут продолжить падение. Мы никогда не знаем, как низко могут упасть акции и где будет дно. В

2008 г индекс РТС упал более чем на 70%, а многие компании подешевели на 80-90%. В такие моменты ключ к успеху лежит в наличие свободного капитала для покупок обесценивающихся качественных компаний и инвестиционной дисциплине, чтобы следовать выбранной стратегии, продолжать покупать акции на тщательно выбранных уровнях, на каждом движении вниз.

Как я писал выше, в течение 2017 г. я закрывал позиции, фиксировал прибыль, продавал акции компаний, которые держал долгое время, потому что большинство из них были переоценёнными, цена акций существенно превышала их справедливую стоимость. Доля свободных денежных средств в нашем портфеле акций к концу 2017 г. составляла 50%, а доля портфеля акций в общей структуре активов под управлением находилась на уровне около 20%.

В 2018 году после обвала развивающихся рынков открылись уникальные возможности для скупки заметно подешевевших акций отдельных компаний, которые были отобраны ранее после проведения всесторонней профессиональной отраслевой экспертизы технологий. Отличные возможности открыл фондовый рынок Китая. По мере падения рынков в течение года я начал формировать портфель, ориентируясь на следующий бизнес-цикл и инвестиционный горизонт 5-10 лет.

## **Структура портфеля акций**

В 2018 г наш #портфельакций состоял из трех основных частей:

1. Золото, драгоценные металлы и акции золотодобывающих компаний. Как я и предполагал, данный сегмент стал своеобразной страховкой портфеля в 2018 г., он хорошо показал себя. Несмотря на то, что по итогам всего года золото дало отрицательную доходность (-1,6%), в IV квартале 2018 г. цена на него выросла на 7,5%. Акции всех золотодобывающих компаний выросли существенно больше, на 10-15%. Это позволило поддержать общую доходность портфеля на приемлемом уровне во время падения остальных сегментов рынков акций. В 2019 г. я планирую сокращать позиции в золотодобывающих компаниях по мере роста цена на золото.
2. Акции перспективных биотехнологических компаний. Следует заметить, что инвестиции в биотехнологические компании неэффективны в краткосрочной перспективе на падающем рынке. Большинство компаний в нашем портфеле ещё не окупаются, они начнут приносить прибыль через несколько лет. Быстрорастущие компании в большинстве случаев не демонстрируют устойчивую, стабильную прибыль, и инвесторы стараются их избегать во время рецессий, экономических спадов и кризисов. Но следует заметить, с одной стороны, успех линейки лекарств компаний из нашего портфеля, которые находятся в разработке, не зависит от бизнес-цикла и состояния экономики. С другой стороны, инвестиции в биотехнологические компании рассчитаны на длинный инвестиционный горизонт и, соответственно,

позволяют диверсифицировать риски портфеля. Сфера Longevity (продление и спасение жизни человека) является стратегически важной. Инвестиции в такие компании показывают себя независимо от бизнес-цикла, состояния экономики или ситуации на рынках. Все биотехнологические компании в нашем портфеле в течение 2018 г. показали отрицательную доходность, за исключением компании Ignyta, о которой я писал в [стратегии на 2018 г.](#) 23 декабря 2017 г., на следующий день после публикации нашего обзора, швейцарская компания Roche объявила о покупке компании Ignyta. Акции Ignyta выросли на 94% в течение дня. Я продал позицию, зафиксировав отличную прибыль. К сожалению, доля акций компании в нашем портфеле была небольшой, около 2%.

3. Акции компаний высоких технологий, которые я начал покупать по мере падения рынков, когда их цены достигли интересных для меня уровней. В течение 2018 г. из списка более чем 50 отобранных мною компаний, я смог приобрести акции девяти интересующих меня высокотехнологичных компаний, где цена упала более чем на 30%. Пять из них – китайские. По мере падения цен этих акций, а я продолжал наращивать позиции.

## Доходность

В 2018 г. наш совокупный #портфельакций подешевел на 7,8%. В ближайшие 1-2 года акции компаний из нашего портфеля, скорее всего, продолжат падение вместе с рынками. Дальнейшее формирование портфеля с долгосрочным инвестиционным горизонтом, покупка интересующих меня компаний по максимально выгодным ценам, с наибольшим дисконтом к справедливой стоимости – моя главная тактическая задача на ближайшие годы. Не стоит обращать внимание на краткосрочную доходность, поскольку наша стратегия предполагает высокую волатильность стоимости активов портфеля в ближайшие два года. К примеру, в период с 1 по 16 января 2019 г. долларовая стоимость активов в нашем портфеле выросла на 4,27%.

### Сравнение доходности нашего портфеля с основными индексами акций

	Декабрь 2018	2018 ИТОГО
<b>Инвестиционный портфель Ачкасова Максима (USD)</b>	-3,1%	-7,8%
<b>S&amp;P 500 (USD)</b>	-9,0%	-4,4%
<b>DJ Stoxx 600 (USD)</b>	-4,3%	-10,3%
<b>MSCI EM (USD)</b>	-8,7%	-15,5%
<b>RTS (USD)</b>	-5,3%	-7,6%
<b>Shanghai Composite (USD)</b>	-2,5%	-28,6%



## Доходность инвестиционного портфеля Ачкасова Максима

	1 мес	3 мес	6 мес	2018 Итого
<b>2018</b>	<b>-3,14%</b>	<b>-11,69%</b>	<b>-16,26%</b>	<b>-7,78%</b>

Акции австралийской компании Oceana Gold в нашем портфеле показали доходность 21% в течение июля-августа 2018 г. По итогам всего года они выросли на 40%. Я закрыл эту позицию, зафиксировав прибыль, так как цена на золото продолжала падать.

Акции канадской компании Shopify (интернет-технологии в потребительском секторе) в нашем портфеле показали доходность в 28%. По итогам 2018 г. акции выросли на 35%. Я закрыл позицию в феврале, когда ожидания инвесторов стали слишком оптимистичными, и цена акций существенно превысила их справедливую стоимость. Компания Shopify находится в моём стратегическом списке, и я буду вновь покупать ее акции по мере снижения цены.

Акции израильской компании WIX (интернет-технологии) в нашем портфеле показали доходность 23%, а по итогам 2018 г. их цена выросла на 57%. Я закрыл позицию в феврале, когда акции стали стоить существенно дороже справедливой стоимости. Компания WIX также находится в моём стратегическом листе, и я буду выстраивать эту позицию вновь, по мере падения цены.

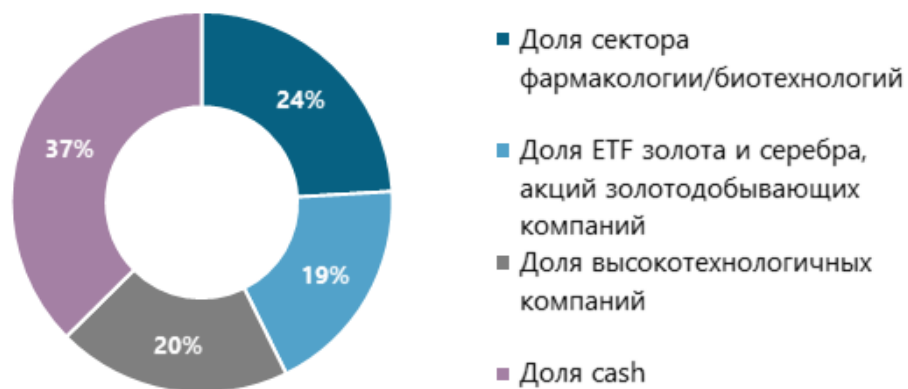
Формально худшие результаты в портфеле в 2018 г. показали китайские компании. Основными причинами падения китайского рынка были: разжигание торговой войны с США и снижение темпов роста китайской экономики. По моему мнению, оба фактора не являются весомой причиной для падения акций более чем на 30% и сегодня инвесторы избыточно пессимистичны в отношении китайских компаний. Несколько компаний в нашем портфеле (Sunny Optical, Hikvision, Wuxi Biologic) являются глобальными игроками в своих сегментах с существенной долей рынка. Доля рынка США в их общей выручке этих компаний минимальна, а бизнес никак не связан с США. Замедление экономики Китая, вероятно, приведёт к падению выручки на 5-10% в течение нескольких лет. На сегодняшний день китайский рынок предлагает лучшее соотношение доходности риска для вложений с инвестиционным горизонтом в 3-5 лет.

### Лучшие и худшие компании портфеля за 2018 г.

Лучшие компании		Худшие компании	
<b>Shopify, Канада</b>	<b>+28%</b>	<b>Fosun Pharma, Китай</b>	<b>-37%</b>
<b>WIX, Израиль</b>	<b>+23%</b>	<b>Dahua Techno., Китай</b>	<b>-36%</b>
<b>Oceana Gold, Австралия</b>	<b>+21%</b>	<b>Sunny Optical, Китай</b>	<b>-33%</b>

В конце 2018 г. общая структура нашего основного портфеля акций оставалась максимально консервативной, портфель максимально защищён (defensive portfolio) и позиционирован на случай роста рисков, волатильности и продолжения падения рынков.

### Структура портфеля акций



Данная структура портфеля не является академичной. Доля cash и драгметаллов до сих пор довольно высока, но при этом полностью вписывается в выбранную стратегию (absolute return strategy) и отражает моё предположение о продолжении падения рынков, а также уверенность, что в ближайшие годы я смогу приобрести наиболее интересные активы на 20-30% дешевле текущего уровня. Для меня главное не «внешняя привлекательность» инвестиционного портфеля и академический подход к инвестициям, а прагматизм, конкретные результаты и получение максимально возможной доходности.

2018 г. был одним из самых волатильных в истории фондовых рынков. Он был рекордным и по количеству активов, показавших отрицательную доходность. К сожалению, рынки акций находятся в самом начале нисходящего тренда, который продлится несколько лет. А это время уникальных возможностей. Используйте волатильность и падение рынков - покупайте интересующие вас активы с выгодой, по ценам, которые вас устраивают.

Максимальную доходность в следующем бизнес цикле (5-10 лет) покажет концентрированный #портфельакций качественных компаний (не более 30), которые сохранят устойчивый, стабильный рост прибыли даже в тяжёлое время экономического спада, выйдут победителями из кризиса.

Я готов обсудить с Вами детали данного обзора и ответить на Ваши вопросы.

### Популярные публикации за 2018 год

[Стратегия и тактика инвестиций на международных рынках акций в 2019 г.](#)



[Структура инвестиционного портфеля во время нестабильности и растущих рисков](#)

[Интервью М.Ачкасова НАУФОР "...Рынок исправляет несоответствие между ценой и качеством актива"](#)

ВИДЕО: [Интервью М.Ачкасова НАУФОР: "Как выстроить собственную инвестиционную стратегию"](#)

ВИДЕО: [Интервью М.Ачкасова НАУФОР: "Что нужно учитывать при управлении инвестиционным портфелем из акций компаний"](#)

#### **ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ:**

Данный материал создан исключительно в информационных целях и не является:

1. Офертой или предложением о покупке или продаже каких-либо ценных бумаг или финансовых инструментов;
2. Информацией, на которую его получатель может полагаться в связи с каким-либо контрактом, соглашением или договором;
3. Индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном сообщении, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Ачкасов Максим Игоревич не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном сообщении.

Данный материал является личным мнением Ачкасова Максима Игоревича. Любые мнения, включенные в настоящий материал, если прямо не указано иное, даны им в указанное время и могут быть изменены без предварительного уведомления. Материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем. Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов, пока иная информация не указана в соответствующих публикациях.