



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Ноябрь 2018.

Взгляд на долговой рынок

2018 год складывается сложным для инвесторов в облигации. US Treasuries после распродажи в январе-феврале в течение следующих 6 месяцев стабилизировались, но в октябре вновь упали, а доходность выросла до нового многолетнего максимума.

С начала года Bloomberg Barclays US Aggregate Bond индекс, отражающий динамику всех американских долларовых облигаций с инвестиционным рейтингом, принес с учетом купонного дохода минус 2%, что стало худшим результатом с 1994 года и вторым по величине убытком за всю 40-летнюю историю индекса. iBoxx USD Liquid Investment Grade (индекс американских корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом) потерял с начала года более 5%, показав худший результат с 1998 года. Индексы долларовых и локальных облигаций развивающихся стран показали потери в размере 3,6% и 5,2% соответственно.

Сегмент американских корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом неожиданно принес убытки, сопоставимые с считающимся высокорискованным сегментом локальных облигаций развивающихся стран. На наш взгляд, рост доходностей продолжится во всех сегментах долгового рынка, кроме безрисковых AAA долларовых облигаций. Инвесторам стоит присматриваться к инвестиционным возможностям в корпоративных облигациях эмитентов из развитых стран, которые первыми будут восстанавливаться в случае изменения политики ФРС.

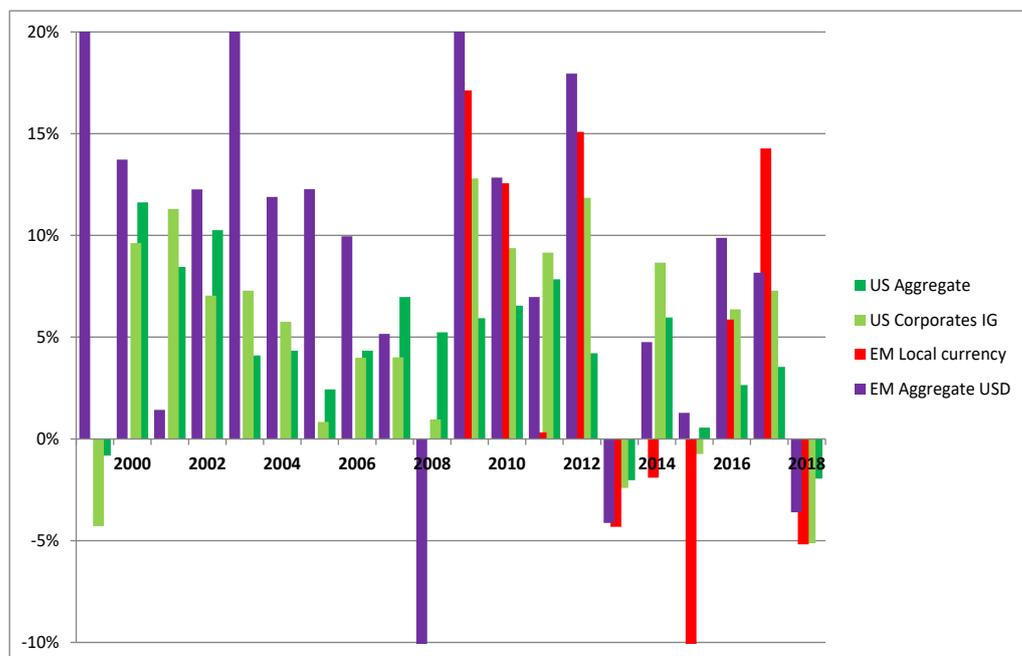
• • •

Взгляд на глобальный долговой рынок

С начала 2018 года доходность по 10-летним US Treasuries, главному индикатору мирового долгового рынка, выросла на 67 базисных пунктов с 2,40% до 3,07% - максимума с 2014 года. Еще сильнее увеличились доходности по корпоративным облигациям. Даже по надежным облигациям с рейтингом категории BBB доходность 10-летних выпусков выросла больше чем на 1% пункт с 3,7% до 4,72%.

Этот год напоминает 2013 год завершения QE (программы количественного смягчения) в США, когда инвесторам было трудно избежать убытков независимо от выбранного сегмента глобального долгового рынка. Тому году предшествовали 4 подряд высокоприбыльных года. Отличительной чертой 2018 года стали большие потери на считавшемся надежным рынке корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом.

Доходность (Total return) различных сегментов долгового рынка по годам



Источник: Bloomberg

Доходность американских гос. облигаций вопреки нашим ожиданиям, изложенным в [июльском обзоре](#), за прошедшие месяцы не снизилась, а выросла до максимума с 2014 года. Две главных причины роста доходностей на наш взгляд следующие:

1) объем первичного предложения US Treasuries: рост бюджетного дефицита был ожидаемым следствием налоговой реформы. Тем не менее, растущий объем размещений US Treasuries рынку оказалось трудно переваривать, особенно, с учетом уменьшения привлекательности американского гос. долга для иностранных покупателей.

2) ужесточение риторики ФРС. Ранее мы обращали внимание, что негативная динамика облигаций была связана не с изменением ставки или позиции регулятора, а с адаптацией рыночных ожиданий к прогнозам, которые члены ФРС сформулировали задолго до этого. Однако в течение 2018 ФРС ужесточила риторику, изменив прогноз долгосрочной ставки (с 2,75% до 3,0%), прогноз ставки в конце 2019 года (с 2,67% до 3,125%). Таким образом, члены ФРС начали готовить рынок не к двум, а 4 повышению в 2019 году. В начале года участники рынка ожидали, что повышательный цикл закончится при достижении нейтрального уровня ставок. Но в последнее время глава ФРС Джером Пауэлл стал говорить о целесообразности роста ставки дальше, до уровня, когда ставка будет не просто нейтральной, а оказывать сдерживающее влияние на американскую экономику во избежание её перегрева.

Намерение ФРС повысить ставку выше нейтрального уровня, чтобы спасти экономику от перегрева, не лишено оснований, но в прошлом подобные действия приближали рецессию в США и вызывали кризисы в других частях мира.

Проблема в том, что ФРС ориентируется на макроэкономическую статистику, которая всегда с запозданием реагирует на изменение конъюнктуры рынка. Показатели занятости, потребительской уверенности отражают траты корпораций, решение о которых они принимали в начале года, в совершенно других условиях. Начинающиеся проблемы на американском облигационном и фондовом рынке, вне сомнения, повлияют на экономику в следующем 2019 году, но остается вопросом, как быстро ФРС заметит эти признаки охлаждения.

Даже среди рыночных аналитиков есть немало оптимистов, считающих ухудшение на финансовых рынках временной коррекцией и надеющихся на возобновление роста в силу хорошей динамики ВВП США и мирового ВВП. На самом деле, ВВП – один из самых инерционных показателей, на который не стоит опираться для прогнозирования рыночной конъюнктуры. Возможно, налоговая реформа Дональда Трампа стала спусковым крючком, который привел к тому, что американская экономика «спалила» последние ресурсы экономического роста и уже начала замедляться.

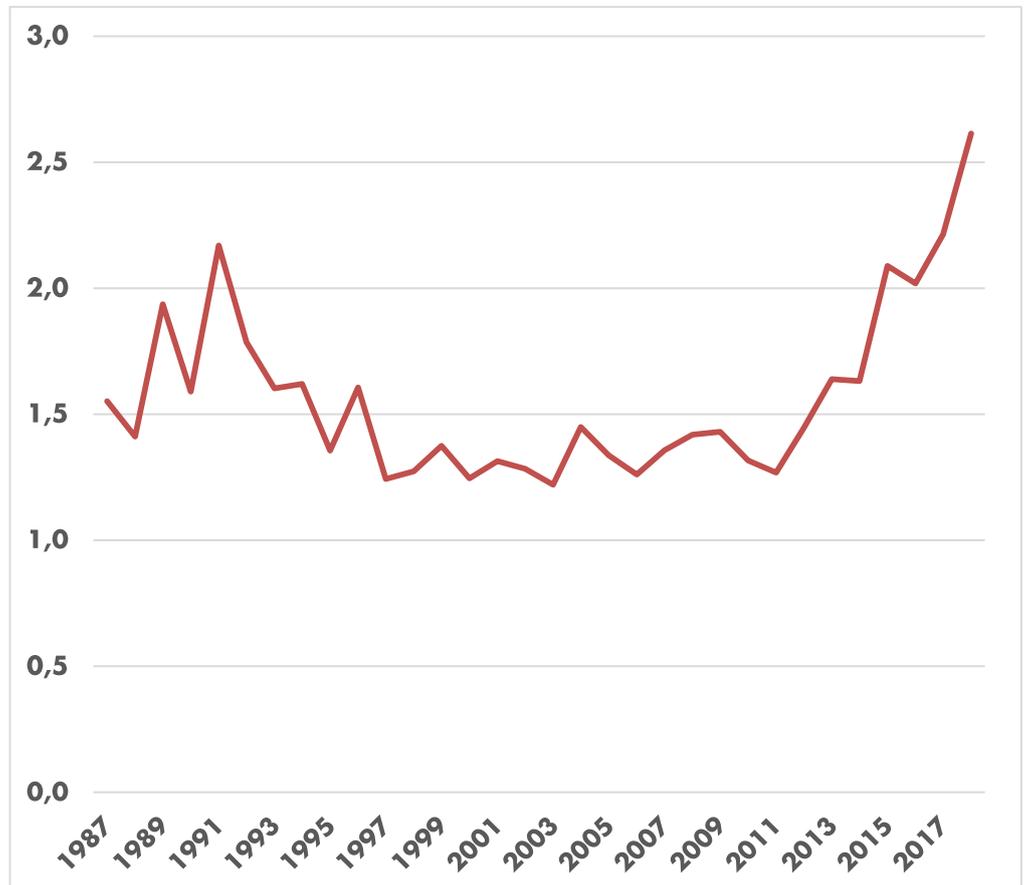
В недавней статье Bloomberg [«Corporate America's Debt Boom Looks Like a Bust for the Economy»](#) приведены интересные факты: несмотря на налоговую реформу и близкий к рекорду объем долговых заимствований американские корпорации не увеличили инвестиции. Возросшая неопределенность побудила корпоративных казначеев направить огромный поток наличности на выплаты акционерам, выкуп собственных акций и сомнительные поглощения. Объем корпоративного долга к ВВП превысил показатель 2008 года.

Мы проанализировали финансовую отчетность 25 крупнейших по количеству сотрудников американских нефинансовых корпораций, обеспечивающих более 6 млн. рабочих мест, и обнаружили еще более печальную картину. С учетом долга, который привлекли или должны привлечь для финансирования недавно объявленных мега-поглощений, таких как покупку IBM разработчика программного обеспечения RedHat за \$34 млрд. или Comcast - Sky за \$39 млрд., отношение Total debt/EBITDA удвоится с 1.3 в 2012 до 2.6 в 2018 году. Это будет абсолютный рекорд за последние 30 лет. Что интересно, лидеры американской экономики ни в 2000, ни в 2007 году не злоупотребляли заемным финансированием, опираясь преимущественно на операционный денежный поток. По итогам 2018 года левэридж приблизится к критическому уровню 4,0 (при превышении 3,0 эмитенту может грозить понижение до «мусорного» рейтинга) у 5 корпораций, имеющих на данный момент рейтинг категории BBB-A.

15.11.2018 Forbes.ru
Как на самом деле IBM
отобьет затраты в \$34
млрд

22.09.2018 engadget.com
Comcast to acquire Sky for
\$39 billion following
bidding war

Отношение Total debt/EBITDA* у 25 крупнейших по количеству сотрудников американских нефинансовых корпораций



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал
* медианное значение показателей Total debt/EBITDA на конец года,
на 2018 год – медианное значение прогнозных показателей

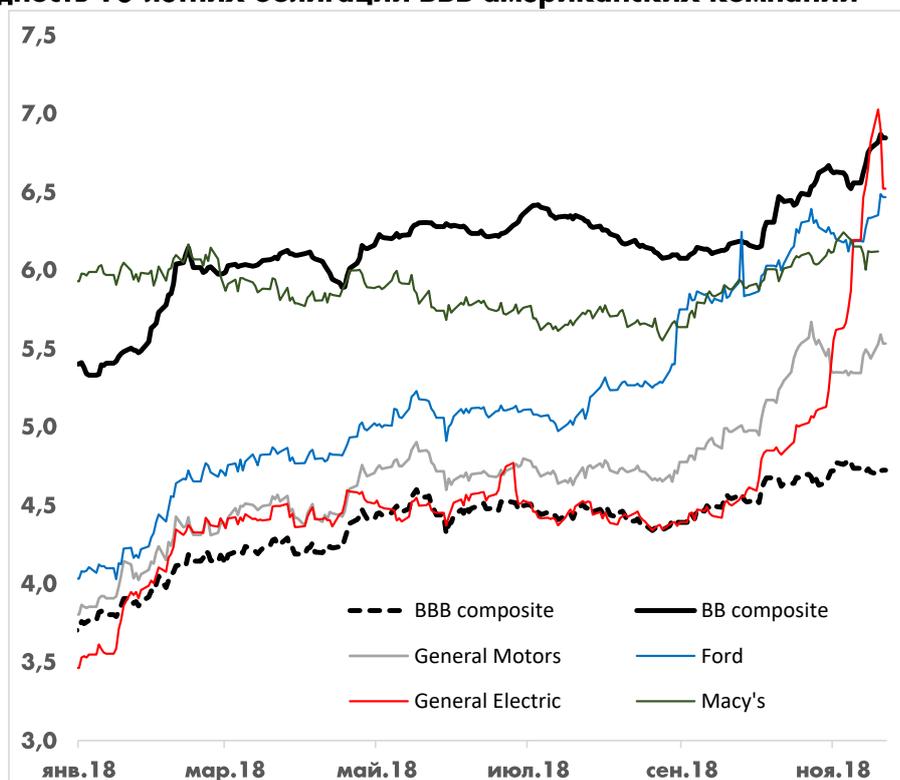
Наиболее громкие поглощения приведены в приложении в конце обзора. Нужно обратить внимание, что подобные сделки были позитивным фактором для фондового рынка и экономики США в этом году – акционеры приобретенных компаний продали (или продадут в ближайшем будущем) свои акции со значительной премией и могли направить средства на покупку новых акций или просто на потребление. Негативный макроэкономический эффект будет сказываться в дальнейшем, так как все участники M&A активности будут вынуждены переходить в режим экономии.

Рост долговой нагрузки, сочетающийся с повышением ставки ФРС и расширением кредитных спредов, как минимум, приведет к резкому торможению инвестиционной активности корпораций. Проводя параллели с рецессиями начала 2000х и 2008 годов можно прийти к выводу, что быстрому **выходу** из них помогло хорошее финансовое состояние корпоративного сектора. Похоже, что восстановление после следующей рецессии потребует большего времени и/или более сильного стимулирования со стороны ФРС.

Рост долговой нагрузки, отраженный на графике, не

учитывает Ford, General Motors и General Electric, на которые приходится еще 700 тыс. рабочих мест, по причине включения в консолидированную отчетность этих компаний крупных финансовых подразделений. Если можно было бы корректно подсчитать леверидж по ним, то график показал бы еще более резкое ухудшение ситуации. Несмотря на инвестиционные рейтинги у всех трех эмитентов их облигации в последние месяцы оказались распроданы до уровня облигаций со спекулятивным рейтингом BB. Еще год назад проблемным считался только сектор розничной торговли, где покупатели переходили из универмагов старой формации в интернет, а единственным эмитентом с инвестиционным рейтингом BBB, чьи облигации торговались как «мусорные» облигации, была одна из старейших американских компаний Macy's.

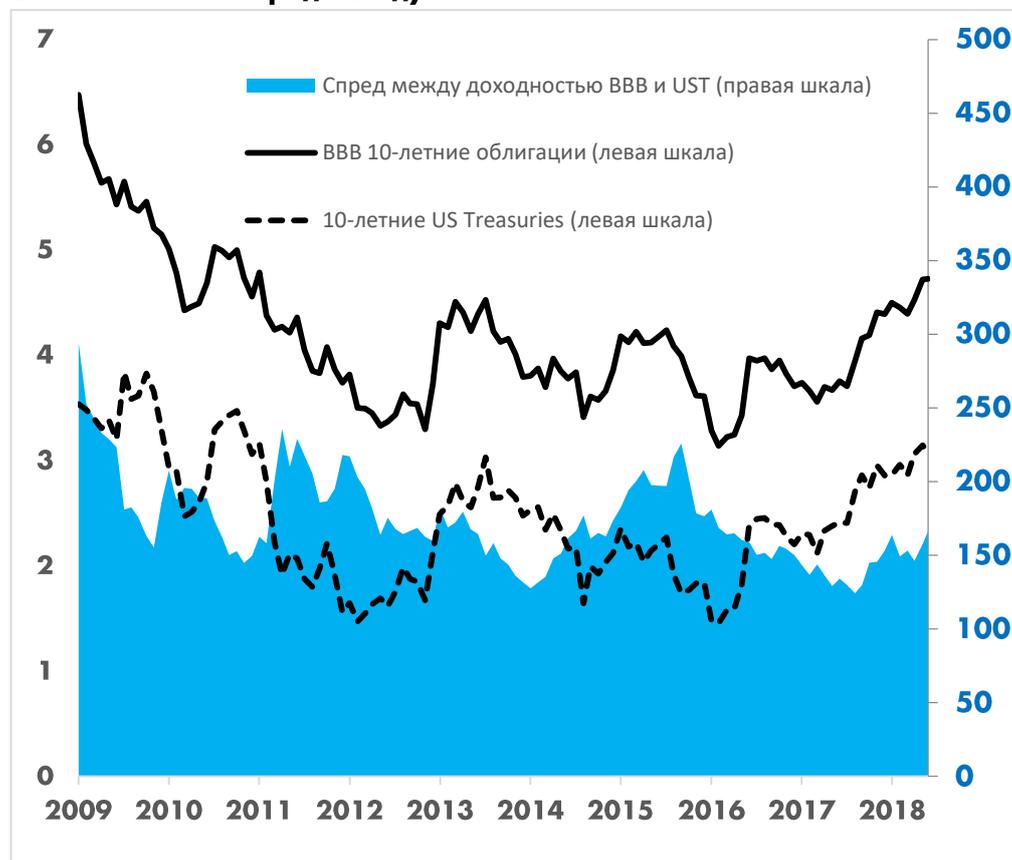
Доходность 10-летних облигаций BBV американских компаний



Источник: Bloomberg

Риск перехода большого объема долга (суммарный долг General Electric, Ford, и General Motors - \$370 млрд.!) из инвестиционной в спекулятивную категорию может отпугнуть инвесторов и от той, и от другой категории облигаций, особенно из пассивных фондов и ETF, вынужденных пересматривать структуру портфелей по формальным критериям. На текущий момент премия за кредитный риск лишь незначительно выше среднего многолетнего уровня, ниже чем во время локальных коррекций 2011 и 2016 годов, не говоря уже о кризисе 2008 года.

Доходность 10-летних облигаций BBB американских компаний, US Treasuries и спред между ними



Источник: Bloomberg

Рост доходностей на рынке корпоративных облигаций развитых стран, на наш взгляд, является серьезным риском и для emerging markets. Рецессия в США всегда приводила к ухудшению конъюнктуры сырьевых рынков, падению цен на нефть, что становилось двойным ударом для развивающихся экономик, даже без учета политических рисков и других внутренних проблем. Мы рекомендуем сокращать позиции в еврооблигациях EM, особенно долгосрочных.

На наш взгляд, ставки по долгосрочным US Treasuries достигли пика, и инвесторы в AAA-облигациях могут рассчитывать не только на привлекательную купонную доходность выше 3%, но и положительную переоценку в следующем году.

Распродажа в американских корпоративных облигациях с инвестиционным рейтингом также создает интересную инвестиционную возможность выбрать эмитентов с минимальным риском даунгрейда. При всех текущих проблемах, корпоративный сегмент развитых стран долгового рынка первым начнет восстанавливаться, как только ФРС заметит признаки торможения экономики и пересмотрит монетарную политику.

Приложение. Крупнейшие слияния и поглощения американских компаний, начатые или идущие в 2018 году

Компания	Рейтинг Moody's	Долг (Total debt) 2017, млрд. долл.	Total debt/EBITDA 2017 (данные Bloomberg)	Сумма сделки, млрд. долл.	Total debt/EBITDA 2018 (оценка УК Арикапитал)	Комментарий агентства Moody's
IBM	A1	40	2,4	34	3,9	October 29, 2018 – Moody's Investors Service ("Moody's") placed IBM Credit LLC (IBM Credit) senior unsecured and long term issuer ratings under review for downgrade. The review for downgrade for IBM follows the announcement that it has agreed to acquire Red Hat, Inc. (unrated) for approximately \$34 billion in an all cash acquisition. The acquisition would lead to a substantial increase in pro-forma leverage for the close of the Red Hat acquisition and represent a departure from IBM's historical acquisition philosophy of making small, tuck-in acquisitions that limit integration risk.
Walt Disney	A2	25	1,5	71	3,1	October 08, 2018 – Moody's Investors Service ("Moody's") confirmed The Walt Disney Company's ("Disney") A2 senior unsecured long-term debt and Prime-1 short-term ratings, thus concluding the review for downgrade initiated on June 20, 2018 after Disney raised its offer to purchase Twenty-First Century Fox's ("Fox", parent of wholly-owned subsidiary 21st Century Fox America, Inc.; Baa1, on review for upgrade) entertainment assets for \$71.3 billion in stock and cash, plus the assumption of Fox debt. Disney's winning bid of \$71.3 billion to acquire various entertainment assets of Fox, which is expected to be financed with 50% stock consideration and 50% cash consideration, along with the assumption of all of Fox's debt, will result in temporarily elevated gross debt/EBITDA leverage of around 2.7x (including Moody's adjustments) pro forma for FY 2019.
Comcast	A3	65	2,3	40	3,6	September 24, 2018 – Moody's Investors Service confirmed Comcast Corporation's ("Comcast") A3 senior unsecured long-term debt ratings... Comcast's winning bid of \$40 billion to acquire 100% of Sky, which is expected to be financed entirely with debt, will result in temporarily elevated gross debt/EBITDA leverage of around 3.6x (including Moody's adjustments) pro forma for 2018. However, we believe that the company has the financial capacity and commitment to bring leverage back down to below 2.75x well within 18 to 24 months of the close of the transaction.
CVS Health	Baa1	27	2,2	69	4,7	December 04, 2017 – Moody's Investors Service, ("Moody's") today placed the long term ratings of CVS Health ("CVS") on review for downgrade. The review for downgrade is prompted by CVS's and Aetna, Inc.'s announcement that CVS would be acquiring Aetna for \$207 per share in a transaction valued at about \$69 billion. Moody's anticipates that the review could extend longer than 90 days given the size and the complexity of the transaction and the regulatory approval process, and anticipates that any downgrade to CVS' senior unsecured rating would likely be limited to one notch at the conclusion of the review. The transaction is expected to close during the second half of calendar 2018.
AT&T	Baa2	164,3	3,3	81	3,9	June 15, 2018 – Moody's Investors Service (Moody's) downgraded the senior unsecured ratings of AT&T Inc. (AT&T) to Baa2 from Baa1 due to AT&T's elevated leverage following its merger with Time Warner Inc. (Time Warner, Baa2 stable) for approximately \$81 billion. AT&T funded the merger with a mix of 50% equity and 50% cash and the assumption of Time Warner debt. Moody's estimates that the transaction will elevate AT&T's gross pro forma leverage (including Moody's standard adjustments) to around 3.7x at year end 2018 with modest deleveraging prospects in the medium term. Furthermore, the transaction will result in total funded debt of over \$180 billion, making it the most indebted non-government controlled, non-financial rated corporate issuer.