



Июнь 2020.

Антикризисная стратегия

Прошедшие два месяца были интересным временем для нас, наверное, как и для большинства активных управляющих компаний, в полной мере ощутивших опасности и возможности нынешнего кризиса.

Кризис создал одну из самых больших неопределенностей за последние годы, если не десятилетия. Мы не обладаем хрустальным шаром, чтобы делать точные прогнозы. Но сочетание общедоступных знаний о том, как исторически проходили экономические кризисы в США, с пониманием, где и почему на финансовом рынке остались неэффективности, позволяет нам утверждать, что нынешний кризис действительно дает множество интересных возможностей.

Мы обновили структуру портфелей еврооблигационных фондов более чем на 50%, оставив в нем облигации компаний, чей бизнес уверенно чувствует в условиях кризиса и добавив новые инвестиционные идеи в качественных корпоративных облигациях, одновременно повысив среднее кредитное качество и доходность.

• • •

## Антикризисная стратегия

Кризис создал неопределенность, в которой релевантность прогнозов резко снизилась. Как долго продлится эпидемия? Будет ли V-образное восстановление мировой экономики или какое-то другое? Сколько будет стоить нефть, золото или доллар через год?

Мы знаем, что многого не знаем. Но некоторые закономерности, неоднократно срабатывавшие во время предыдущих кризисов, могут повториться и в нынешней ситуации.

1. период кризиса исторически дает хорошие возможности для покупки рискованных активов. С учетом нулевых % ставок и рекордного объема напечатанных денег, остаться «в кэше» в момент окончания кризиса - крайне незавидная стратегия.

2. Сложно сказать, когда именно закончится кризис, но почти все послевоенные рецессии в США длились от 9 месяцев до 1,5 лет. Если нет обоснованных прогнозов, почему в этот раз рецессия должна быть значительно короче или длиннее, может быть, лучше ориентироваться на такой среднестатистический интервал времени.

3. Пик дефолтов обычно наступает после окончания рецессии. В начале рецессии банкротятся мелкие компании. У крупных компаний есть запасы ликвидности и доступ к заемным средствам, и лишь со временем становится окончательно ясна неразрешимость их долговых проблем. Момент, когда объявляются банкротства компаний, чьи имена у всех на слуху, дает последнюю (и самую надежную) возможность купить с дисконтом активы. Учитывая то, как много компаний сейчас привлекли финансирование по крайне высоким ставкам (10% и выше), скорее всего и сейчас массовые банкротства лишь перенеслись на будущее, а не предотвращены.

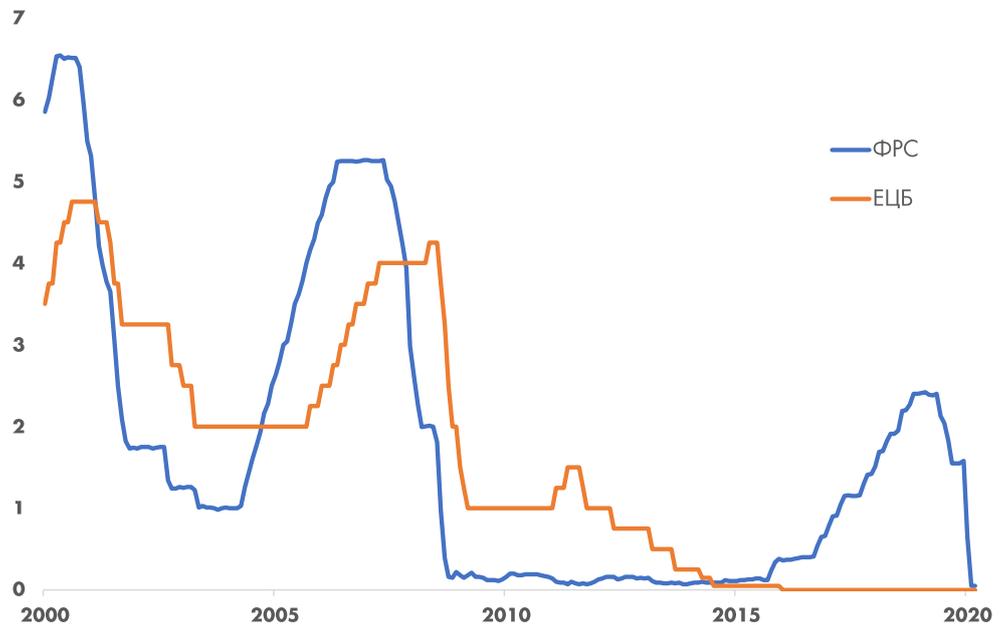
4. Во время рецессии в США инфляция обычно снижается из-за сокращения спроса. Исключением стал нефтяной шок 1973

года, когда ОПЕК объявила эмбарго на поставки нефти западным странам, что привело к 4-кратному росту цен на нефть. Мы не видим проблем с предложением сырья и готовых товаров, поэтому пока не опасаемся инфляции.

Когда общеизвестные факты учтены в оценке активов инвестору трудно заработать на эффективном рынке повышенную доходность. Но мы видим, что сейчас это не так.

Почему доходность по 30-летним американским гос. облигациям +1,4%, а по немецким 0% годовых, если ставки в Еврозоне и США практически сравнялись? Инфляционные ожидания по Германии и США практически одинаковые. Возможно, участники облигационного рынка опасаются, что в США слишком сильно растет госдолг. Но почему тогда снижение % ставки ФРС США не вызвало ослабление доллара? Возможно, участники валютного рынка не торопятся покупать евро, опасаясь развала еврозоны. Получается, что одна часть рынка ухудшила взгляд на привлекательность США относительно Германии, а другая улучшила. Возможно, для эффективной оценки всех новых факторов нужно время. В силу инерционности евро остается недооцененным, а европейские облигации переоцененными.

### Ключевая процентная ставка ЕЦБ и ФРС США

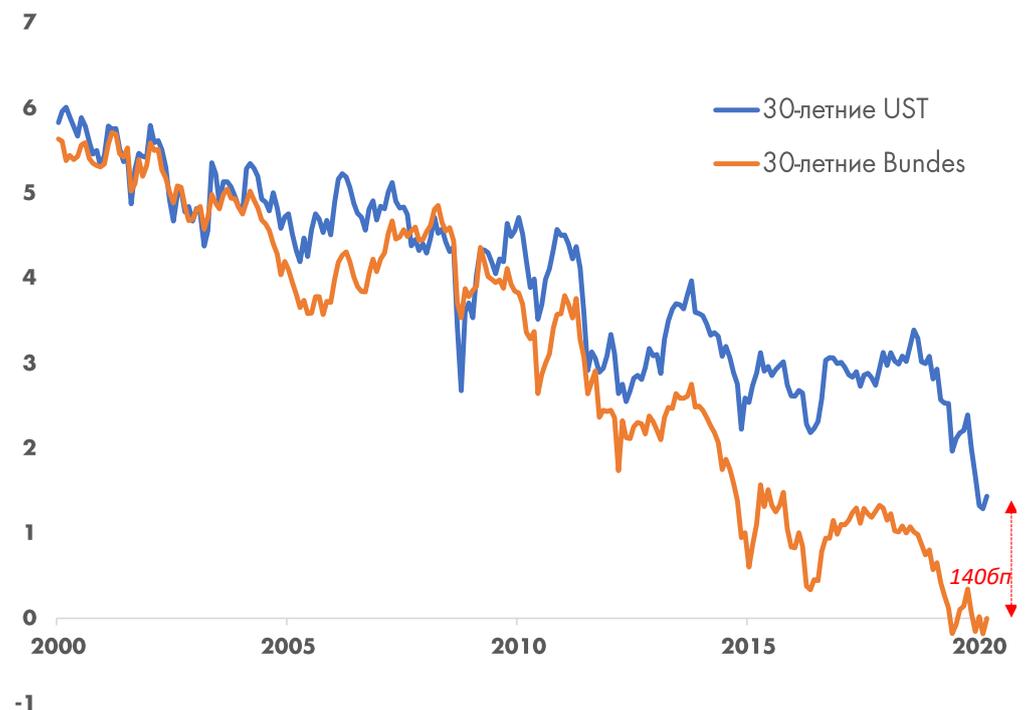


Источник: Bloomberg

**Сочетание общедоступных знаний о том, как исторически проходили экономические кризисы в США с пониманием, где и почему на финансовом рынке остались неэффективности, подталкивает к идее, что лучшей инвестицией остаются долгосрочные качественные долларовые облигации.**

Всего лишь год назад ставка ФРС США была 2,5%. Резкое снижение с 2,5% до 0% пока нашло адекватное отражение лишь в сегменте краткосрочных облигаций. Долгосрочные 30-летние US Treasuries торгуются с доходностью 1,4% на фоне того, что номинальная доходность немецких Bundes около 0. Конечно, для американских гос. облигаций фактором риска остается большой объем заимствований Минфином США и риск ускорения инфляции. Однако увеличение заимствований ожидается и со стороны европейских стран, а признаков инфляции мы пока не наблюдаем. На наш взгляд, премия в 140 базисных пунктов – это адекватная компенсация рисков. До конца года спред может сократиться до менее чем 100 бп. за счет снижения доходности по 30-летним UST ниже 1% годовых.

### Доходность 30-летних гос. облигаций США и Германии



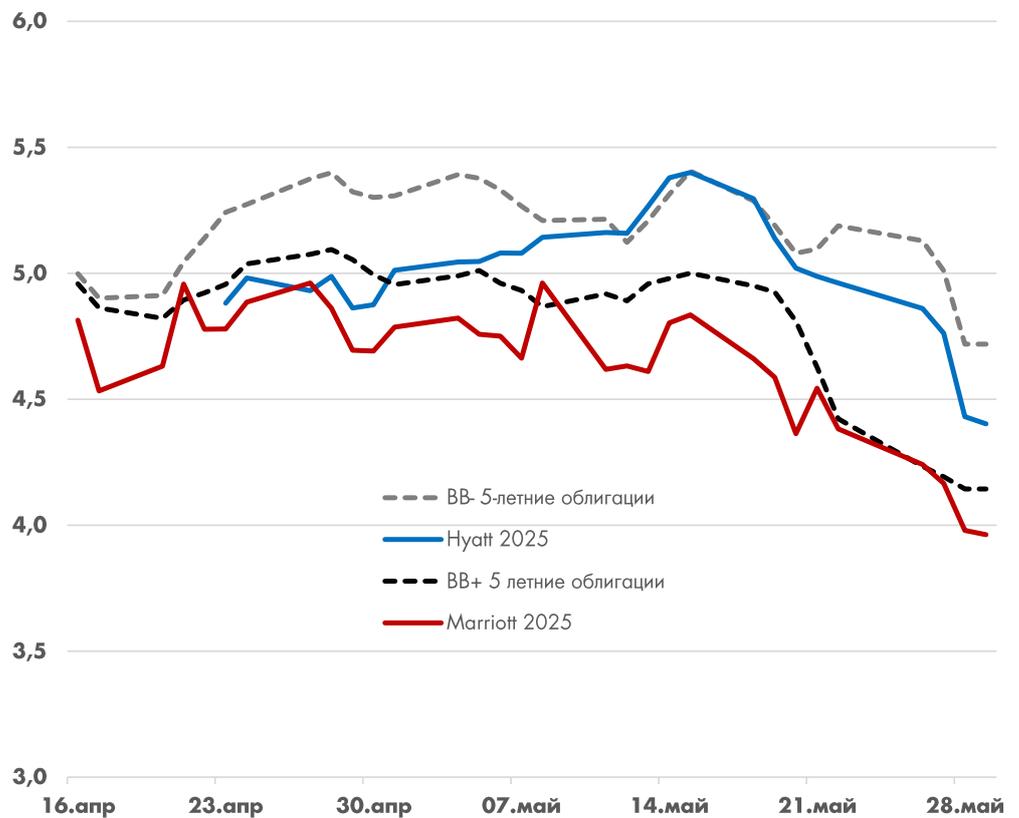
Источник: Bloomberg

### Антикризисные инвестиционные идеи

В сегменте корпоративных облигаций также множество примеров неэффективности. Например, облигации гостиничных сетей торгуются по доходности эмитентов всего на 1 ступень ниже, например 5-летние облигации Hyatt (рейтинг BBB- Neg) торгуются с доходностью 4,3% примерно на уровне средней доходности для BB+ эмитентов, хотя в этом году отели принесут убытки и в случае длинной рецессии гостиничные сети могут потерять сразу несколько

ступеней рейтинга. С другой стороны, крупнейшие нефтяные компании – мейджоры, остающиеся прибыльными даже в текущей ситуации, торгуются на 4-6 ступеней ниже своих рейтингов. Например, доходность по 30-летним облигациям Total (рейтинг AA-) - 3,1% годовых, что всего на 0,1% ниже чем у производителя консервированных супов Campbell Soup с минимальным инвестиционным рейтингом BBB-.

### Доходность по облигациям крупных гостиничных сетей США



Источник: Bloomberg

При позитивном взгляде на долгосрочные US Treasuries мы также считаем привлекательными долгосрочные корпоративные облигации с инвестиционным рейтингом. Благодаря быстрой реакции ФРС США и регуляторов других стран, совсем очевидные «кризисные» возможности купить дешево качественные активы уже исчерпаны, такая возможность была в течение 1-2 недель марта. Даже Уоррен Баффетт, копивший на протяжении многих лет в надежде выгодно вложиться в кризис, на этот раз не успел сделать ни одной покупки.

В отсутствие легких возможностей заработать, остается правильно идентифицировать компании с решаемыми проблемами. В текущий момент покупать облигации беспрепятственных эмитентов уже поздно - доходности по высококачественным корпоративным облигациям (с рейтингом A и выше) вернулись на докризисный уровень. А мусорные облигации, пожалуй, еще рано.

Мы обновили структуру портфелей еврооблигационных фондов более чем на 50%, оставив старые позиции в компаниях, чей бизнес пострадал от эпидемии незначительно или даже выиграл, например, TEVA Pharmaceuticals, Nokia или Kinross Gold. Сократили позиции в самых надежных (низкодоходных) и наиболее рискованных облигациях (там, где мы не были уверены в способности избежать дефолта). Высвободившиеся средства мы направили в долгосрочные облигации компаний, отвечающие 3 критериям:

Во-первых, они имели безупречное финансовое состояние до кризиса,

Во-вторых, они способны пережить 1-2 года затяжной рецессии

В-третьих, после окончания рецессии они должны вернуться (или остаться) в категории Investment grade.

Несколько примеров таких компаний:

Suncor	Крупнейшая и лучшая по кредитному качеству канадская нефтяная компания. Её рейтинг был снижен всего на 1 ступень с A- до BBB+, а долгосрочные облигации выросли в доходности с 3% до более чем 6%
Boeing	На наш взгляд, проблемы Боинг имеют либо единовременный, либо циклический характер. Реализовавшиеся риски уже нашли отражение в снижении рейтинга с A до BBB. Крупнейшее размещение Боингом облигаций на \$25 млрд. создало запас прочности, как минимум, на 2 года, а инвесторам дало шанс купить облигации с доходностью выше 5% эмитента, обычно редко выходящего на облигационный рынок и привлекавшего средства под минимальные ставки
Booking.com	Благодаря комиссионной бизнес-модели Booking.com сохраняет прибыльность даже в текущий кризис. На наш взгляд, инвесторы погорячились, распродав облигации Booking.com вместе с другими представителями туристической отрасли. И даже после роста в апреле и мае, облигации Booking.com с доходностью 3% продолжают торговаться с премией к BBB-эмитентам
Southwest Airlines	Авиоперевозки - одна из наиболее пострадавших отраслей, где могут быть банкротства. Но то, поскольку люди продолжают летать на самолетах, на наш взгляд, облигации наиболее надежных компаний с прибыльной бизнес моделью и запасом прочности для компенсации убытков в течение кризиса, могут быть интересным вложением.

С начала года доходность 30-летних US Treasuries снизилась с 2,39 до 1,43% годовых, а у корпоративных облигаций с минимальным инвестиционным рейтингом BBB-, наоборот выросла с 4,4% до 4,6% годовых. Включая в портфель длинные облигации с кредитным качеством, как минимум, соответствующим минимальному рейтингу Investment grade, но при этом, более доходные (5% годовых и выше), можно рассчитывать, что постепенно они сократят спред по доходности к UST до уровня начала года – 200 бп.

Снижение доходности к погашению по 30-летней облигации с 5% до 3% годовых соответствует росту цены на 35-40%. Такое движение может занять несколько лет, что обеспечит двузначный Total return (купонный доход + переоценка).



Данный отчет может использоваться только в информационных целях и не является предложением, рекомендацией или офертой на покупку или продажу ценных бумаг. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации. Компания может совершать любые операции с ценными бумагами, упомянутыми в данном отчете, и до, и после публикации данного отчета.

Данный отчет может быть использован только инвесторами на территории РФ с учетом законодательства РФ.

Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Арикапитал» – Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Чистые деньги» – Правила доверительного управления зарегистрированы ФСФР России 14 марта 2013 г. за номером 2565.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Глобальные инвестиции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 06 сентября 2016 г. за номером 3208.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Рублевые сбережения» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 26 июля 2018 г. за номером 3542.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Харизматичные акции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 27 ноября 2018 г. за номером 3606.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23.

Получить подробную информацию о деятельности управляющей компании, о паевых инвестиционных фондах, о работе пункта приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев, ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23, по телефону: (495) 123-32-77, на сайте в сети Интернет: [www.aricapital.ru](http://www.aricapital.ru), а также, в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, в периодическом печатном издании «Приложение к Вестнику Федеральной службы по финансовым рынкам».

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки (скидки) к (с) расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче (погашении). Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.