

# ГОДОВОЙ ОТЧЕТ

2020



Доходности 2020 года по стратегиям Fixed Income Plus и Value Equity существенно опередили свои бенчмарки – фонды HYG и SPY, соответственно. Для достижения таких результатов Quantum Capital управлял средствами своих клиентов, инвестируя их в долгосрочные инвестиционные позиции, спекулятивные позиции, хеджирующие инструменты и в позиции, предложенные алгоритмом машинного обучения, который мы активно используем с октября. Каждая сделка покупки или продажи определённой позиции всегда была обоснована нашим анализом и ожиданиями по рынку.

В 2020 году было много событий, влияющих в целом на рынок, которые мы старались превратить в возможности для прибыльных сделок. Основным шоком года стал коронакризис, весной спровоцировавший стремительный, но самый короткий медвежий рынок за всю историю. Несмотря на большие колебания цен на рынке в течение года и неопределённости по поводу коронакризиса, год завершился хорошо и оказался прибыльным как для рынка акций, так и облигаций.

Завершив 2020 год с доходностью 30,53% по стратегии FIP и 49,75% по стратегии VE, мы выделяем основные тренды 2021 года – рост цен на сырьё, инфляции и долгосрочных ставок, а также возобновление туризма в связи с вакцинацией населения.

## Доходность по стратегиям

### Стратегия Fixed Income Plus

Доходность по стратегии Fixed Income Plus с февраля 2020 года составила 30,53%. Результат существенно опередил бенчмарк стратегии, фонд высокодоходных облигаций HYG, который принес 4,96%. Доходность бенчмарка не учитывает налоги на дивиденды, которые бы снизили этот показатель до 4,16%.

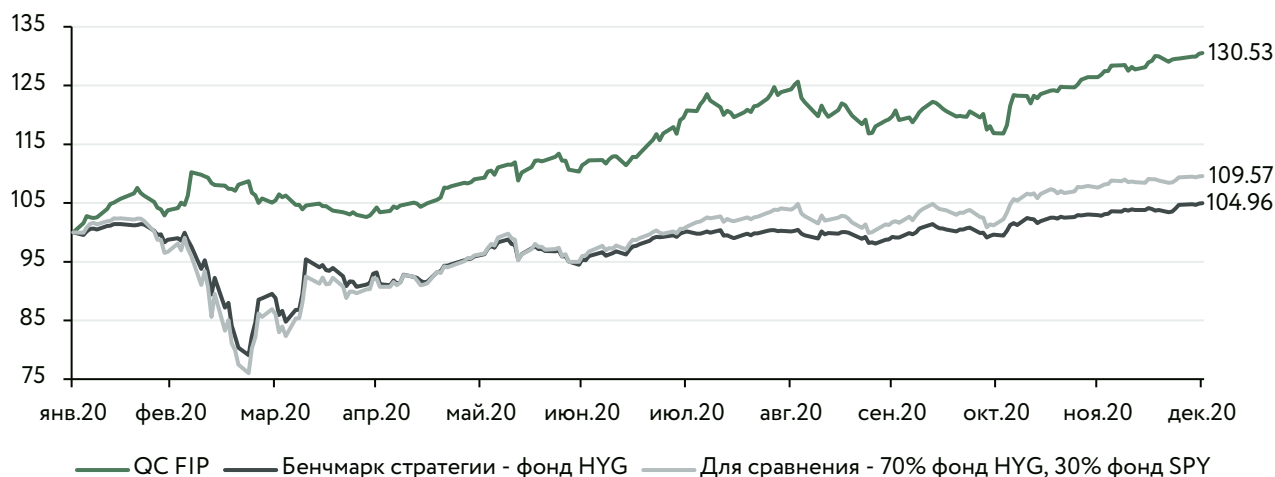
При этом волатильность портфеля Fixed Income Plus (12,8% годовых) существенно ниже бенчмарка (18,3%) благодаря хеджированию рисков в конце февраля и начале марта 2020 года. В результате показатель Шарпа<sup>1</sup> по стратегии составил 2,37 против 0,26 у бенчмарка.

Ввиду того что в портфеле Fixed Income Plus присутствуют акции, для сравнения также представляется доходность комбинации двух бенчмарков: 70% фонд HYG и 30% фонд акций крупных компаний SPY, преследующий индекс S&P 500. Fixed Income Plus существенно опередил и этот рыночный показатель.

---

<sup>1</sup> Метрика оценки результативности портфеля, которая рассчитывает доходность на единицу риска по формуле:  $Sharpe = \frac{R_{portfolio} - R_{riskFree}}{\sigma_{portfolio}}$ , где  $R_{portfolio}$  – доходность портфеля,  $R_{riskFree}$  – безрисковая доходность,  $\sigma_{portfolio}$  – волатильность портфеля.

**Рис. 1. Доходность стратегии Fixed Income Plus в сравнении с рыночными альтернативами**

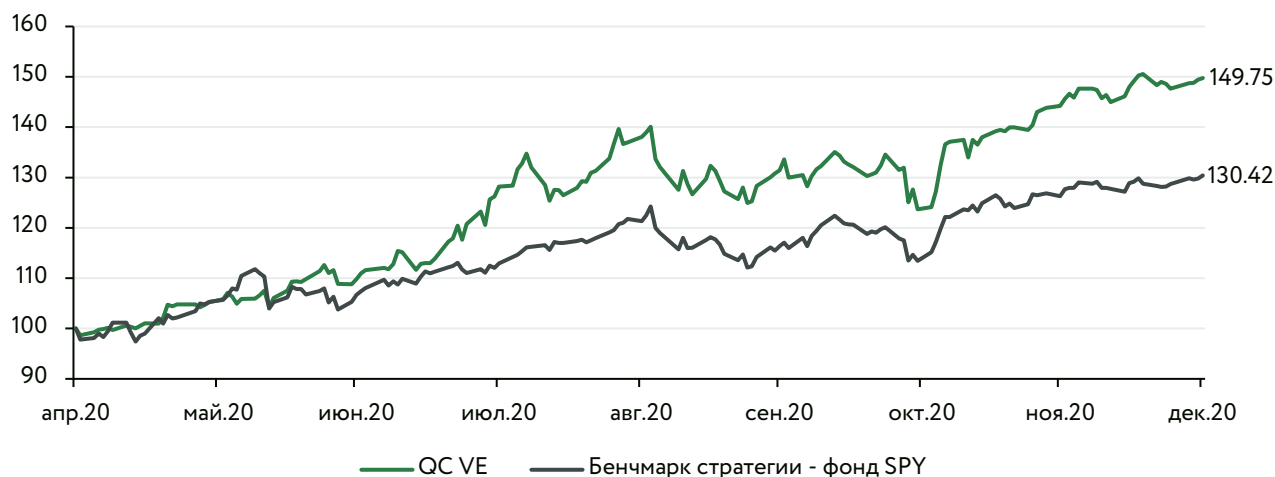


### Стратегия Value Equity

Доходность по стратегии Value Equity с мая 2020 года составила 49,75%. Результат существенно опередил бенчмарк стратегии, фонд SPY, который принес 30,42%. Доходность бенчмарка не учитывает налоги на дивиденды, которые бы незначительно снизили этот показатель до 30,16%.

Необходимо признать, что волатильность портфеля Value Equity (24,2% годовых) оказалась выше бенчмарка (19,2%) ввиду большего веса технологических компаний. Сентябрьская коррекция ударила преимущественно именно по этим компаниям, что и привело к росту риска по портфелю. Тем не менее, принятие больших рисков себя оправдало, что подтверждается показателем Шарпа: по стратегии он составил 1,62 против 1,04 у бенчмарка.

**Рис. 2. Доходность стратегии Value Equity в сравнении с рыночными альтернативами**



## Макро картина

Инвестиционная деятельность Quantum Capital началась в феврале 2020 года, как раз перед нашествием коронакризиса. Мы достаточно быстро просчитали угрозу надвигающейся пандемии, в связи с чем приобрели такие хеджирующие инструменты как TLT<sup>2</sup> – 20 февраля мы довели долю этих инструментов до 40% от портфеля. К концу февраля мы также приобрели паи фонда EDV<sup>3</sup> и начали закрывать позиции в акциях.

В марте мы зафиксировали прибыль по TLT и EDV, а также провели ряд прибыльных спекулятивных сделок. В то же время, необходимо признать следующие ошибки: ввиду паники мы невовремя закрыли позиции в таких инструментах как VCSH<sup>4</sup>, MED<sup>5</sup>, POLY<sup>6</sup>. Скорость их падения заставила нас предполагать, что дно еще далеко и с целью ограничения убытков мы закрыли эти позиции. Также ошибочными стали наши короткие позиции в SPY и DIA, которые мы открыли, предполагая дальнейшее падение рынков. Они были прибыльными пару дней, но вскоре рынок развернулся, и мы достаточно долго не были убеждены в том, что медвежий тренд закончился. В дальнейшем эти инструменты были убыточными, и мы их закрыли в мае. С другой стороны, в марте мы с прибылью закрыли короткую сделку с инструментом EMB. Значительная доля этого фонда представлена облигациями нефтяных компаний и стран-экспортеров нефти, но падение стоимости этого фонда отставало от реальности на нефтяном рынке.

В апреле мы стали более уверены в рынке облигаций и открыли долгосрочные позиции в таких инструментах как PCY, ANGL и TCS. В том же месяце наши спекулятивные идеи на рынке нефти (инструменты SCO и USO) также в целом заработали прибыль клиентам. К концу мая портфели клиентов были полностью проинвестированы, но ввиду сохраняющихся рисков мы хеджировали позиции пут-опционами на самые уязвимые сектора: ритейл и компании малой капитализации.

Лето 2020 года было невероятно благоприятным для рынков и для портфелей QC. В ожидании скорой вакцины в августе мы приобрели акции авиакомпаний с помощью биржевого фонда JETS. Также, ввиду достижения наших целевых уровней мы закрыли прибыльные позиции в Medifast и Nvidia. К концу лета технологические компании вошли в зону перегретости и в сентябре произошла коррекция. 3 сентября QC был намерен сократить позиции с целью снижения рисков, но ввиду уже падающего рынка предпочел переждать – мы не хотели продавать активы во время снижения. Это было ошибочным решением, т. к. коррекция продолжалась дольше и сильнее, а из-за плеча портфели QC пострадали сильнее, чем рынок.

При этом коррекция позволила нам краткосрочно приобрести по лучшим ценам такие инструменты, как акции информационных агентств (Moody's, S&P Global и MSCI), а также снова открыть позицию в Nvidia. Осенью мы также инициировали долгосрочные позиции в таких лидирующих компаниях как Netflix и Square и спекулятивно заходили в акции венчурного фонда Suro Capital, компании Palantir и т.д.

В октябре мы запустили в боевом режиме модель машинного обучения, прогнозирующую краткосрочные движения в акциях для портфелей по более рискованной стратегии Value Equity. Результаты опередили индекс S&P 500 и в целом оправдали наши ожидания.

---

<sup>2</sup> Фонд долгосрочных облигаций Казначейства США

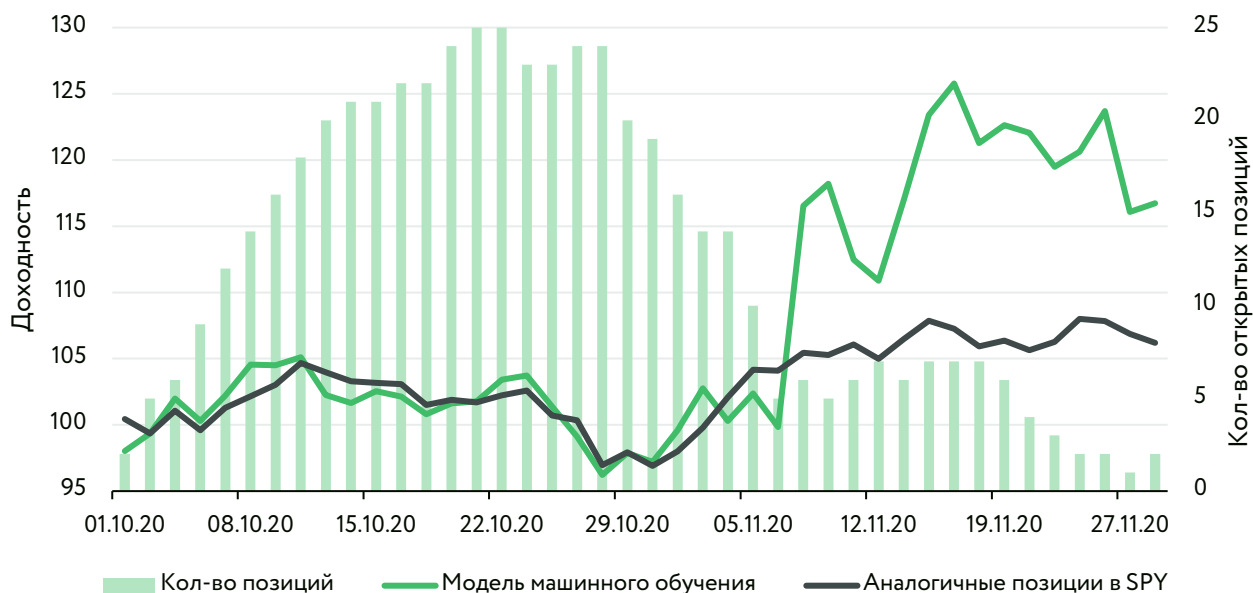
<sup>3</sup> Фонд долгосрочных дисконтных инструментов Казначейства США

<sup>4</sup> Фонд краткосрочных облигаций с инвестиционным рейтингом

<sup>5</sup> Акции компании Medifast

<sup>6</sup> Акции компании Polymetal

Рис. 3. Портфель машинного обучения и аналогичные позиции в фонде SPY (октябрь – ноябрь 2020)



Одним из основных событий осени для финансовых рынков и экономики стало изменение цели Федерального Резерва США. С 2012 года у ФРС была двойная цель: полная занятость и стабильность цен, которая выражалась в инфляции в 2%. Цель по полной занятости была достигнута и даже, по некоторым источникам, перевыполнена – в феврале 2020 года доля безработных достигла исторического минимума в 3,5%. Однако цель по инфляции в основном не достигалась – существенно большую часть времени цены росли менее, чем на 2% в год. При этом недостижение цели по инфляции не предполагало каких-либо компенсирующих действий со стороны центрального банка. Несмотря на слишком высокие/низкие темпы роста индекса потребительских цен, ФРС относился к будущим целям по инфляции независимо от прошлого. Такой подход частично привел к недоверию по отношению к центральному банку со стороны рынка, которые задаются вопросом «способен ли ФРС поддерживать инфляцию на уровне 2%?».

Эта ситуация привела к тому, что ФРС пересмотрел свои цели инфляционного таргетирования, а также среднесрочный подход к денежно-кредитной политике в целом. В частности, были озвучены следующие ключевые моменты:

1. Пересмотр цели по инфляции с точечного уровня на средний уровень за период. Это означает, что невыполнение цели по инфляции будет требовать перевыполнение в последующие периоды.
2. Пересмотр цели по полному трудоустройству, путем замены формулировки с «отклонения от полной занятости» на «снижение с полной занятости». Это означает, что перевыполнение цели по занятости не будет означать ужесточение денежно-кредитной политики.
3. Ввиду того, что ставки уже на минимальном уровне, ФРС прибегнет к использованию прочих инструментов для достижения своих целей. Это означает, что ФРС продолжит количественное смягчение и монетизацию госдолга с целью разогнать цены.

Исходя из первых двух моментов можно сделать вывод, что цель по инфляции для ФРС стала и более амбициозной, и более реализуемой, так как центральный банк теперь готов принять риск перегретости экономики, в том числе на рынке труда. Для нас это стало поводом защитить портфель от повышения долгосрочных ставок путем покупки паев фонда ТВТ, а также покупкой золота.

В ноябре выборы США завершились сменой президента, что в некоторых аспектах меняет наши ожидания по векторам экономического и политического развития. К примеру, мы ожидаем больший акцент в сторону зеленой энергетики, меньший – в сторону углеводородов. 9 ноября объявление об успешных результатах

вакцины Pfizer в ноябре стало триггером для прибыльной продажи акций авиакомпаний. Комбинация снижения неопределенности по выборам, а также хорошие новости по вакцине сделали ноябрь лучшим месяцем в истории для акций компаний малой капитализации, но рост показал и весь рынок в целом.

Под конец года взлом множества систем в США привели к росту акций в секторе кибербезопасности, что привело к восстановлению котировок Fortinet в портфелях QC. В целом год завершился очень хорошо для рынков, несмотря на коронакризис: индекс акций крупных компаний S&P 500 вырос на 18,4%, индекс высокодоходных облигаций IBOXHY вырос на 4,7%.

### Инвестиционные позиции

Quantum Capital придерживается мнения, что долгосрочный подход обеспечивает лучший результат, чем необоснованные краткосрочные сделки. Инвестиционные позиции отражают данное мнение – инвестируя в эти бизнесы, мы готовы держать позиции годами ввиду детального анализа, который мы проводим перед каждой сделкой. Часть позиций растут гораздо быстрее, чем мы предполагаем на этапе оценки, в связи с чем мы закрываем их с прибылью – к примеру, Medifast или Nvidia. Стоимость этих компаний быстро достигла целевого уровня, в связи с чем дальнейший рост мы посчитали маловероятным. Другие компании могут многие месяцы не показывать доходности или быть убыточными. Но если эта динамика не обоснована ухудшением бизнеса или мы не видим существенных рисков в целом по рынку, мы не намерены закрывать позиции.

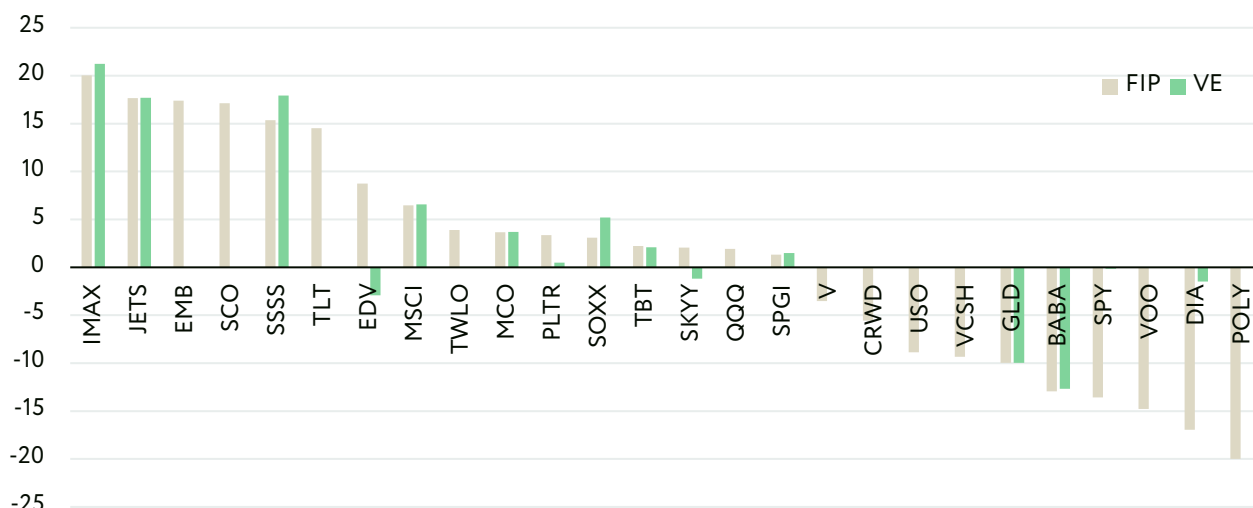
| Тикер | Доходность FIP (%) | Доходность VE (%) | Комментарий по разнице                                  |
|-------|--------------------|-------------------|---|
| TCS   | 223.69             | 161.69            | Более поздняя покупка в VE                              |
| AMD   | 124.59             | 72.97             | Прибыльная сделка в феврале, более поздняя покупка в VE |
| CWB   | 52.08              |                   |   |
| FB    | 38.66              | 28.44             | Более поздняя покупка в VE                              |
| GOOGL | 36.08              | 30.52             | Более поздняя покупка в VE                              |
| ANGL  | 19.93              | 9.5               | В VE позиция была краткосрочной                         |
| PCY   | 18.69              | 8.69              | В VE позиция была краткосрочной                         |
| SQ    | 18.69              | 18.74             |   |
| SJNK  | 13.58              |                   |   |
| NFLX  | 11.02              | 7.64              | Прибыльная сделка в феврале                             |
| FTNT  | 11.02              | 10.92             |   |
| AMZN  | 6.38               | 4.17              | Прибыльная сделка в апреле                              |
| MA    | -0.37              | -0.3              |   |
| NVDA  | -0.38              | 45.85             | Прибыльная сделка в мае-августе для VE                  |
| MED   | -37.80             | 53.86             | Позиция в FIP была в марте, в VE – с июня по июль       |

Несмотря на превосходящую доходность отдельных инструментов по стратегии Fixed Income Plus, доходность Value Equity выше ввиду большего веса акций в портфеле.

### Спекулятивные позиции

Спекулятивные позиции позволяют нам заработать на видимых неэффективностях рынка. В целом эти сделки внесли положительный вклад в доходность портфелей под управлением.

Рис. 4. Доходность по спекулятивным сделкам, %



## Ожидания и планы по 2021 году

Мы выделили следующие основные темы 2021 года:

### 1) Восстановление туризма, особенно во второй половине года

В отрасли туризма очевидно накопился спрос, который не может реализоваться без вакцины. Учитывая темпы вакцинации на текущий момент, реалистично ожидать, что в развитых странах Covid-19 будет позади ко второй половине 2021 года. Бенефициарами этого тренда будут, как и очевидные компании-авиалинии, так и компании в портфелях QC:

- рекламные сервисы Google и Facebook, существенная часть выручки которых представлена отраслью туризма. Эти компании также являются бенефициарами туризма прочими услугами: поиск достопримечательностей в Google Maps и Search, размещение фотографий в Instagram и т.д.
- платежи картами MasterCard. Платежная система позволяет совершать международные платежи, за что получает существенно большую комиссию ввиду отсутствия международных платежных систем аналогичного уровня.

### 2) Фискальные стимулы в виде инфраструктурных расходов

Восстановление экономик зачастую сопровождается необходимостью государственной поддержки. Пандемия выявила изъяны инфраструктуры во многих странах, ввиду чего мы ожидаем рост расходов на дороги, больницы, а также покрытие населения доступом к качественному интернету. Эти расходы имеют инфляционный эффект на местные цены, процентные ставки и стоимость сырья.

### 3) Дальнейший рост спроса на сырье

Размер и синхронность фискальных стимулов выльются в росте спроса на сырье. В то же время стоит отметить достаточную неэластичность предложения на сырьевом рынке – ответить новыми мощностями добывающие компании могут только после раунда инвестиций, которые были сокращены после десятилетия падения цен. Ввиду этого дефицит вероятно сохранится в течение нескольких лет.

Рис. 5. Динамика индекса Bloomberg Commodity Index



#### 4) Рост инфляции, долгосрочных ставок в развитых странах

Отсутствие инфляции с предыдущего кризиса (2008 г.) в том числе объясняется все падающими ценами на сырье, а также глобализацией производства. Все большая доля цены продуктов приходилась на развивающиеся страны с низкой стоимостью труда, что позволяла компаниям расширять/сохранять маржинальность, несмотря на низкую инфляцию.

Рост стоимости сырья скажется на приостановлении тренда низкого темпа роста цен. Пандемия также выявила изъяны глобальных цепочек производства и если не развернула тренд глобализации, то как минимум остановила его. Данный фактор также может сказаться на более высокой инфляции в ближайшие годы.

Несмотря на ускорение роста цен, центральные банки развитых стран останутся при очень мягкой денежно-кредитной политике в виде низких краткосрочных ставок и массовом выкупе активов. В купе с инфляцией это скажется на долгосрочных процентных ставках, которые остаются за пределами влияния центральных банков и могут показать существенный рост.

#### 5) Укрепление валют развивающихся стран, особенно экспортеров сырья / с высокими ставками

Данный тренд уже имеет место с середины 2020 года, но он в первую очередь повлиял на страны-импортеры сырья: +8,25% Китайский юань, +3,90% Индонезийская рупия, +3,42% Индийская рупия и т. д. В следующем году мы ожидаем укрепления валют стран-экспортеров нефти, например, Российского рубля или Мексиканского песо. Также, страны с очень высокими процентными ставками вероятно привлекут капитал в 2021 году – это Турция, Уругвай и Нигерия, что также может привести к укреплению валют в этих странах.

#### 6) Восстановление занятости с помощью профессиональных курсов / перепрофилирования

2020 год сильно поменял структуру спроса на рынке труда, ускорив тренды диджитализации. Все больше необходимы современные навыки, такие как программирование, SMM и т. д. Высокая безработица и нехватка необходимых навыков подстегнет рост спроса на профессиональные курсы, большинство из которых теперь доступны онлайн в сфере EdTech. Мы ожидаем, что эта индустрия покажет существенный рост в ближайшем будущем.

#### 7) Большой аутсорсинг IT

Необходимость удаленной работы сломала стереотипы необходимости офисов для многих компаний, в частности в технологическом секторе, которые более открыты этому феномену и стали его первопроходцами. Стало очевидным что множество задач можно поручать на выполнение сотрудникам вне

офисов и даже принимать на работу удаленно. Косвенно это также подкрепляет возможность аутсорсинга ИТ задач, что может существенно снизить расходы на оплату труда. Для технологических компаний, где фонд оплаты труда является одной из основных статей расходов, это может означать расширение маржинальности.

### **Список инструментов**

TLT – фонд долгосрочных облигаций Казначейства США  
EDV – фонд долгосрочных дисконтных инструментов Казначейства США  
VCSH – фонд краткосрочных облигаций с инвестиционным рейтингом  
MED – акции компании правильного питания Medifast  
POLY – акции золотодобывающей компании Polymetal  
SPY – фонд, преследующий индекс крупных компаний S&P 500  
DIA – фонд, преследующий индекс голубых фишек Dow Jones  
EMB – фонд (квази-) суверенных еврооблигаций развивающихся стран  
PCY – фонд суверенных еврооблигаций развивающихся стран  
ANGL – фонд облигаций компаний, которые утратили свой инвестиционный рейтинг  
TCS – депозитарные расписки финтех группы Tinkoff  
SCO – фонд коротких позиций в нефтяных фьючерсах с двойным леввериджем  
USO – фонд длинных позиций в нефтяных фьючерсах  
JETS – фонд акций авиакомпаний  
NVDA (Nvidia) – акции производителя видеокарт и графических ускорителей Nvidia  
MCO (Moody's) – акции кредитного агентства Moody's  
SPGI (S&P Global) – акции кредитного и информационного агентства S&P  
MSCI – акции информационного агентства MSCI  
SSSS (Suro Capital) – акции венчурного фонда Suro Capital, заходящего в компании стадии pre-IPO  
PLTR (Palantir) – акции аналитической компании Palantir Technologies  
NFLX (Netflix) – акции стримингового сервиса Netflix  
SQ (Square) – акции кассово-платежной финтех компании Square  
TBT – фонд, предоставляющий двойную короткую позицию к долгосрочным облигациям Казначейства США  
GLD (Золото) – фонд физического золота  
FTNT (Fortinet) – акции компании кибербезопасности Fortinet  
AMD – акции производителя процессоров и видеокарт AMD  
CWB – фонд конвертируемых облигаций  
FB – акции социальной сети Facebook (а также Instagram и WhatsApp)  
GOOGL – акции группы компаний Alphabet, куда входят Google, YouTube и т.д.  
SJNK – фонд краткосрочных облигаций со спекулятивным рейтингом  
AMZN – акции компании Amazon.com  
MA – акции компании MasterCard  
IMAX – акции компании по кинематографическому оборудованию IMAX  
TWLO – акции компании Twilio по интернет инфраструктурам  
SOXX – фонд акций компаний в секторе полупроводников  
SKYY – фонд акций компаний в секторе облачных сервисов  
QQQ – фонд, преследующий индекс Nasdaq 100  
V – акции компании Visa  
CRWD – акции компании кибербезопасности CrowdStrike  
BABA – депозитарные расписки группы Alibaba  
VOO – фонд, преследующий индекс крупных компаний S&P 500