

Fixed Income 5*

Ландшафт, животные и методы охоты

Сентябрь 2023 г.

Почему 5*?

Фонд ARGO SP

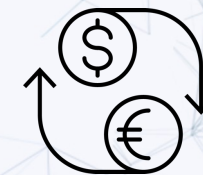
Продукт	Доходность за 2022 год, %	Доходность за 8 мес. 2023 года, %
ARGO SP	- 1.52	+ 4.8
Bloomberg EM BB	-20.95	+ 2.28
Bloomberg Corp BBB	- 15.9	+ 2.46
Bloomberg AAA US	- 20.32	+ 0.97



Работает 8 лет



Рейтинг Morningstar 5*
Top10 — Barclay Hedge
Best 3Y Sharpe — NAIMA
Best FI fund — NAIMA & EAIC



Классы в USD, EUR, GBP, аккумулирующие и дивидендный



Опережает портфель
долговых индексов на
30%



Топ провайдеры — APEX, UBS,
CBH, Northern Trust, Lazarus,
Exante, Deloitte



Недельная
ликвидность без
комиссий



Опережает портфель
консервативных фондов
на 18%



Доступен для покупки через
большинство крупнейших
банков и брокеров



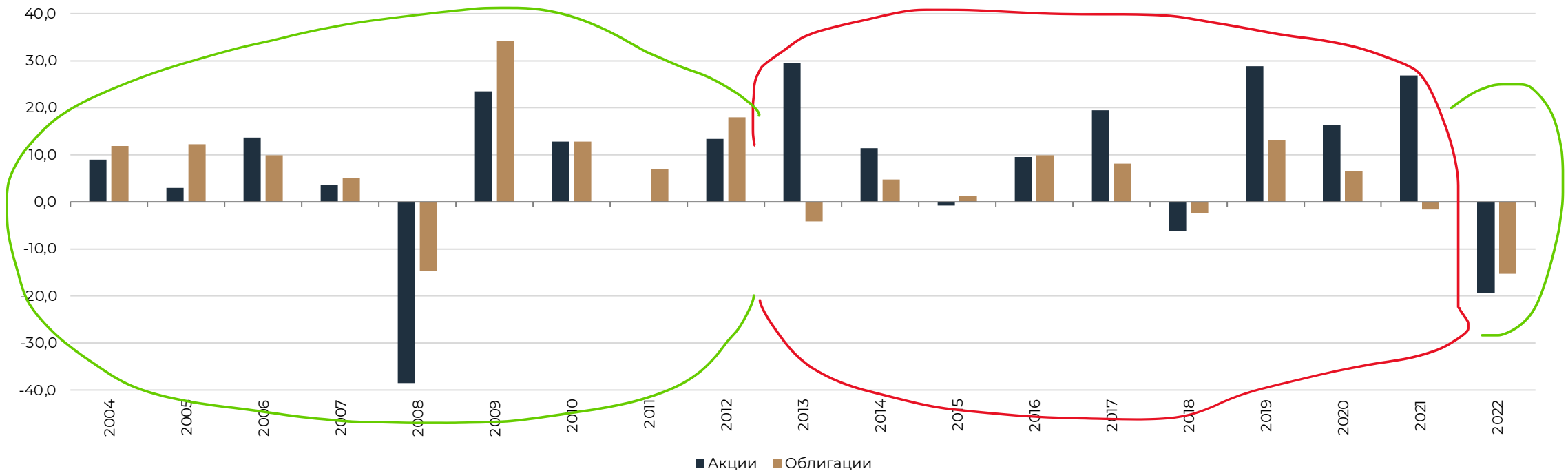
Инвестиции от
100 000 долларов

Ландшафт

MOVCHAN'S
GROUP

«Спор» между облигациями и акциями не окончен

Историческая доходность S&P 500 и индекса Bloomberg облигаций на развивающихся рынках г./г., %

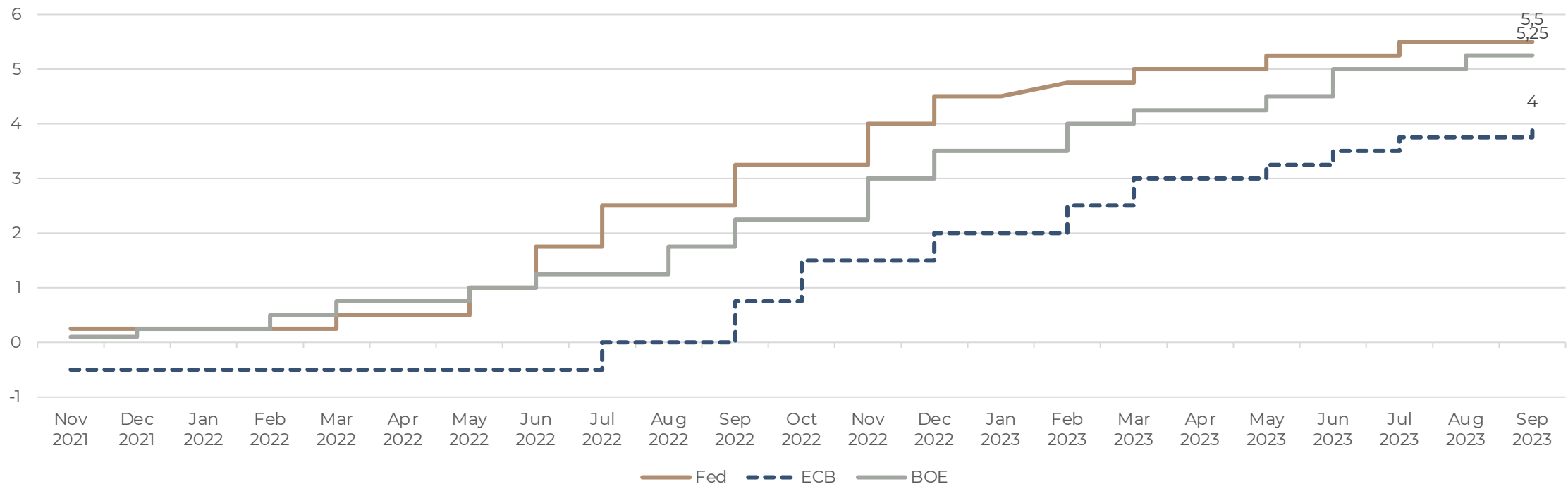


- Высокие базовые ставки
- Кризис
- Высокая цена на нефть



- В июле ФРС сохранила ставку неизменной на уровне 5.5%, и ожидается, что ставка также не будет повышена в сентябре. До конца года аналитики допускают рост ставки еще на 25 б.п.
- ЕЦБ повысил ставку в сентябре на 25 б.п., сигнализирував, что это может быть одним из последних повышений. Аналитики считают, что к середине 2024 года ЕЦБ уже приступит к снижению ставки.
- Банк Англии повысил ставку на 25 б.п. в августе. Аналитики считают, что ужесточение монетарной политики продолжится до конца года, а ставка вырастет еще на 25–50 б.п.

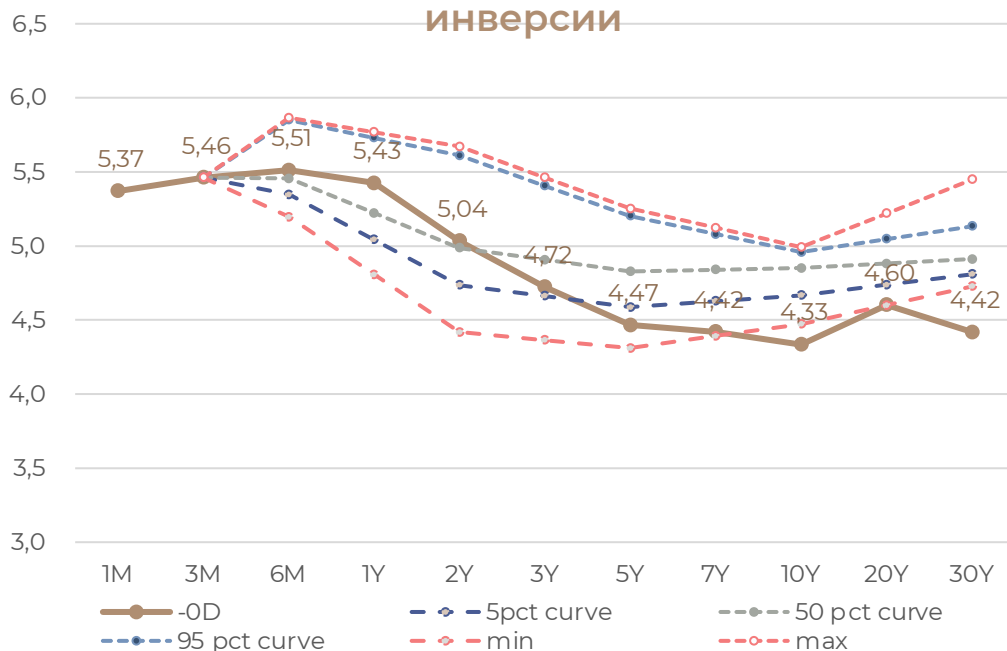
Процентные ставки основных центральных банков, %



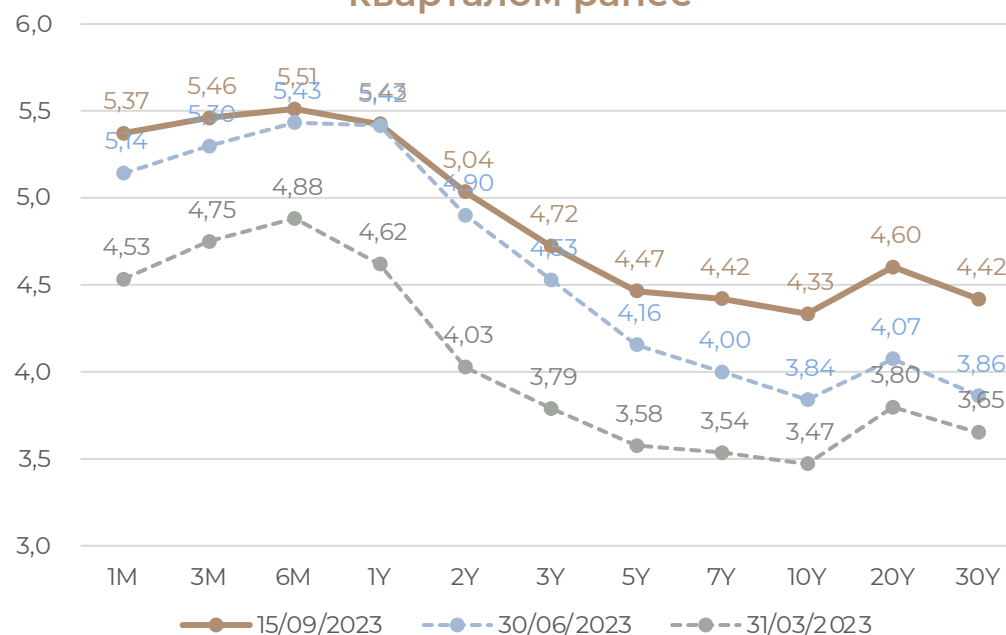
Доходность казначейских облигаций США выросла, отражая нормализацию ожиданий инвесторов по поводу динамики ставок

- Доходность десятилетних облигаций выросла с начала июля почти на 50 б.п. несмотря на выход статистики, указывающей на постепенное замедление инфляции и охлаждение рынка труда.
- Это указывает на нормализацию ожиданий инвесторов — инверсия кривой отступила от максимумов, а тезисы ФРС о необходимости сохранения высоких ставок на продолжительное время были приняты участниками рынка.
- Тем не менее, с учетом уязвимости банковского сектора к росту долгосрочных ставок, мы считаем, что их дальнейший рост и закрепление на уровнях, выше текущих, маловероятны.

Форма кривой казначейских облигаций США в периоды максимальной инверсии



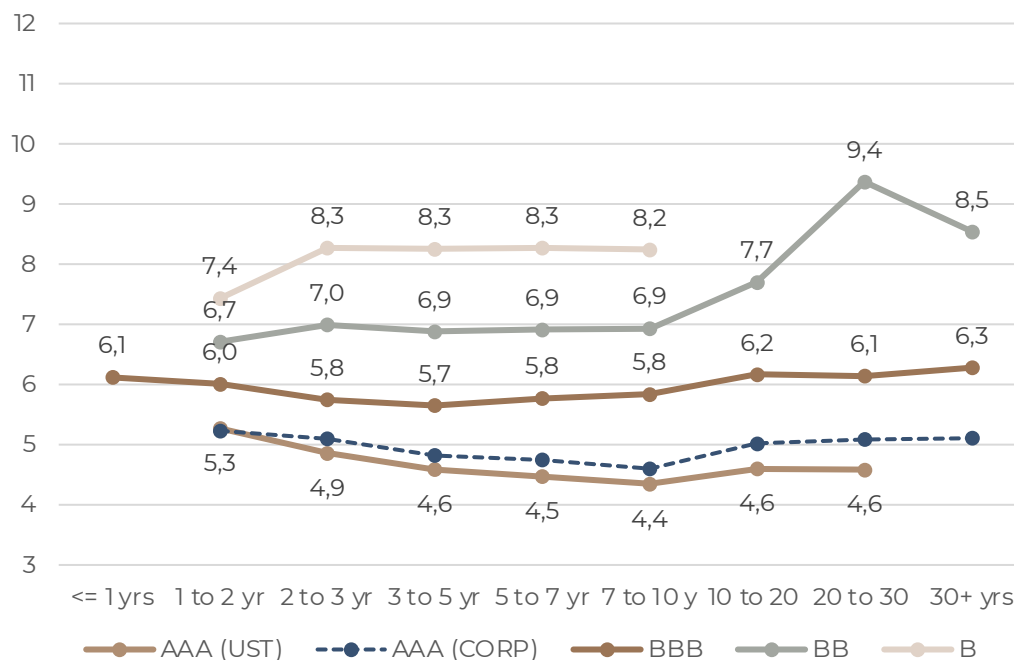
Кривая доходностей UST сейчас и кварталом ранее



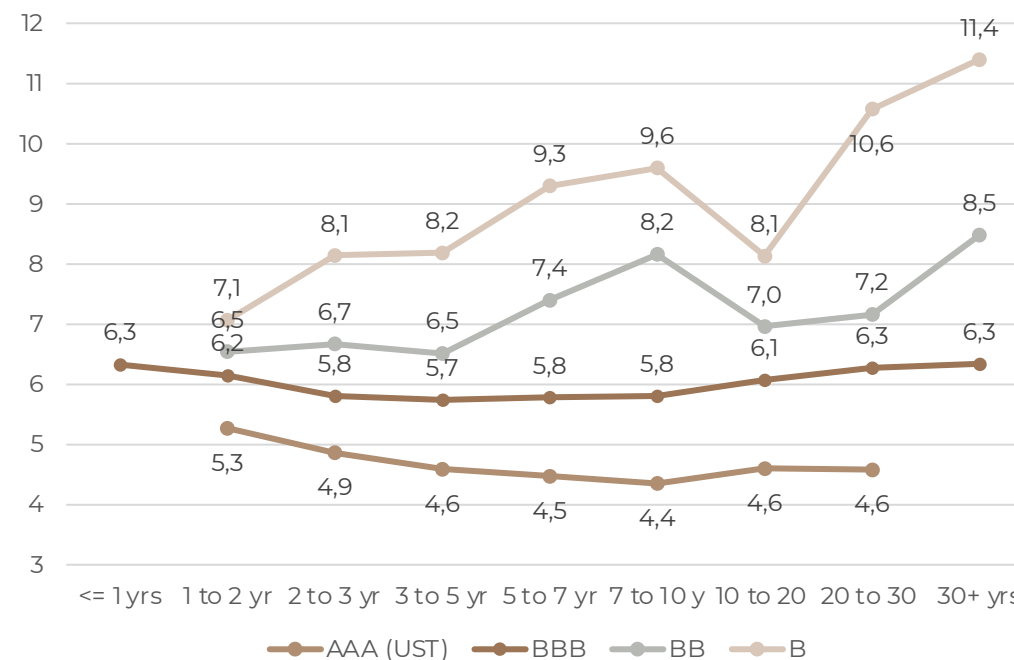
Вознаграждение за кредитный риск снизилось, компенсировав отрицательную переоценку выросших базовых ставок

- Доходности облигаций инвестиционного рейтинга с развитых рынков почти не изменились за прошлый квартал и остались чуть выше 5% годовых. Доходность высокодоходных облигаций несколько снизилась, несмотря на рост ставок, отражая растущий оптимизм на рынках.
- Доходности облигации в целом выросли на фоне поднятых ставок; исключением стали наименее качественные облигации высокодоходных рейтингов, доходность которых осталась практически неизменной. Это связано с сохранением высокого спроса на риск и хорошей динамикой рынков акций.

Доходность к погашению долларовых облигаций США

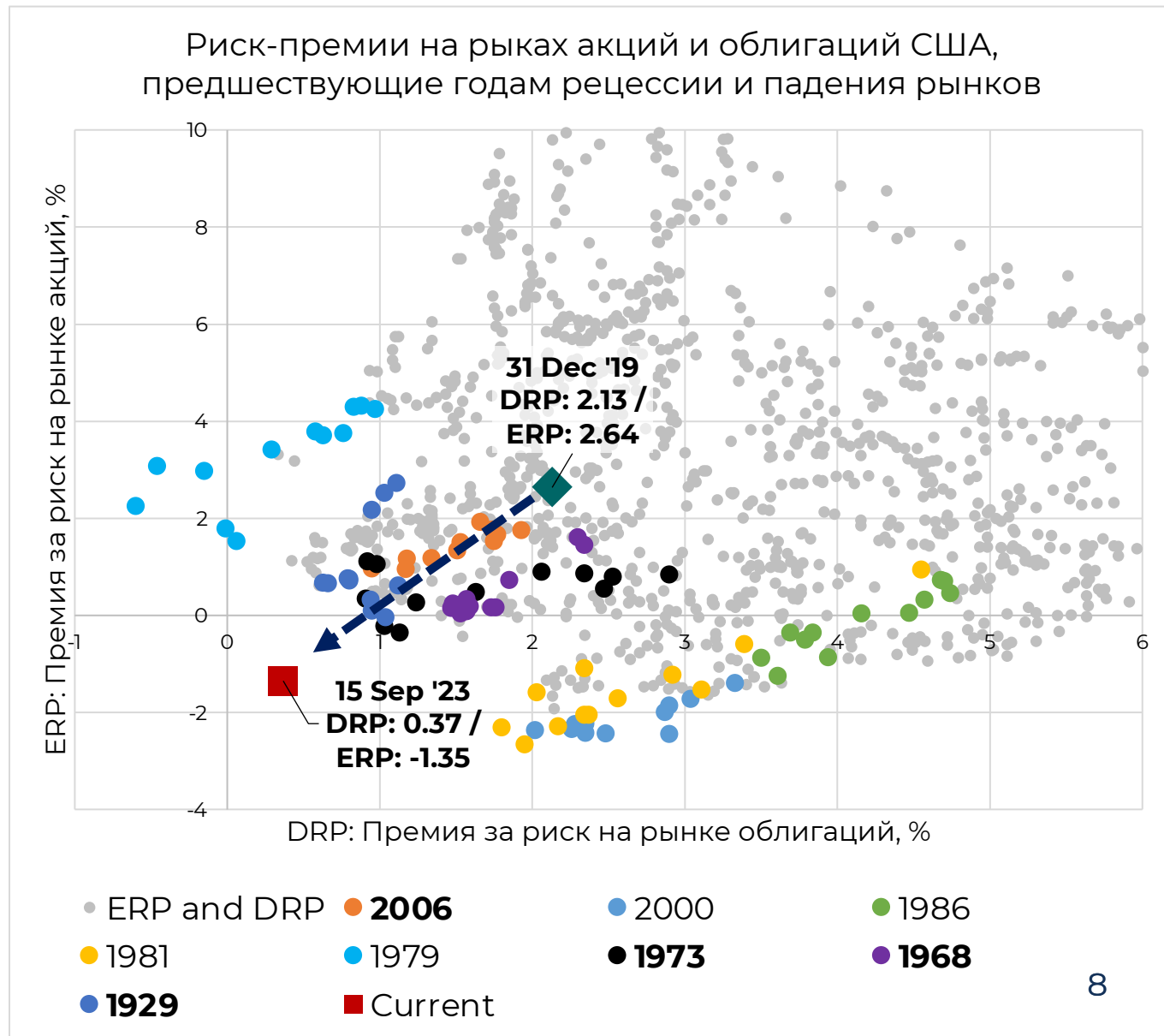


Доходность к погашению долларовых облигаций развивающихся рынков



Переоцененность рынка акций США стала более ощутимой с конца второго квартала. Премия за риск снизилась на 25 б.п.

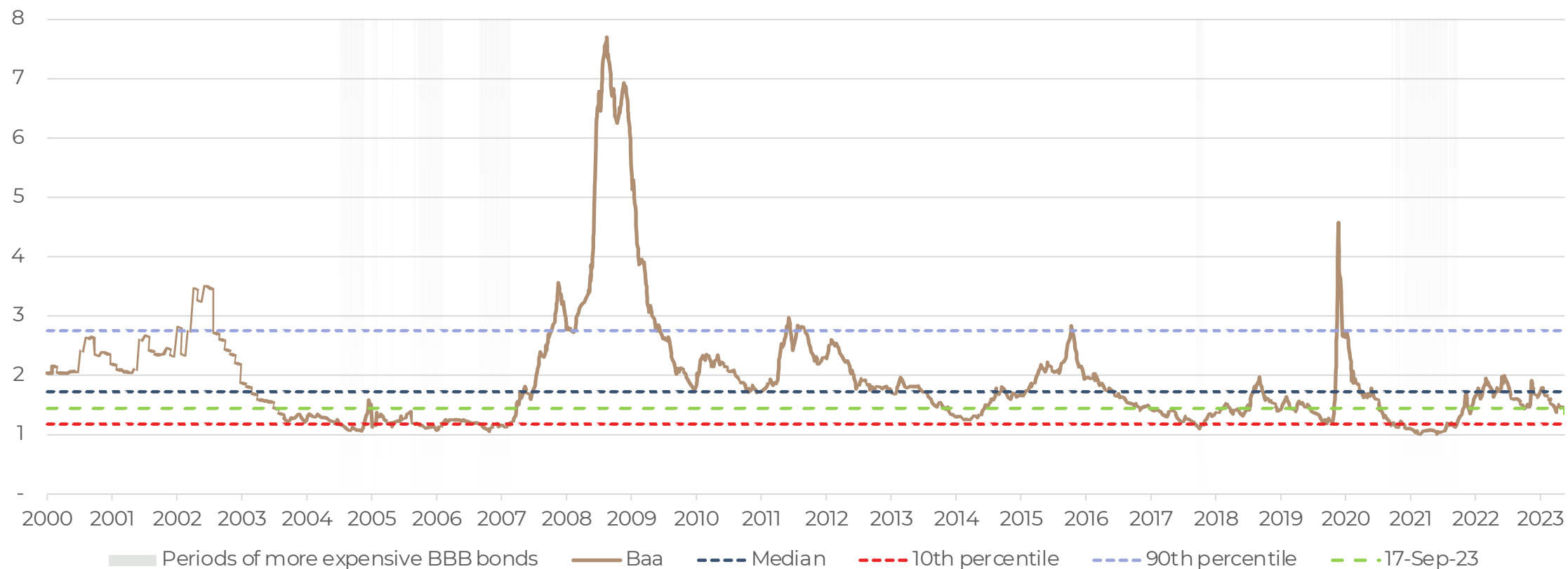
- Динамику рынка акций можно разложить на три источника:
 - динамика ставок;
 - рост прибылей;
 - оптимизм рынков.
- Динамика ставок влияет на рынки долга так же, как и на рынок акций.
- Консенсус-прогноз по прибылям компаний из S&P 500 улучшился незначительно. Ожидается, что рост прибылей в 2023 году составит 0.7%, а в следующие два года — 11%.
- Оптимизм рынка зашкаливающий — такими же уверенными в перспективах роста акций инвесторы были лишь в 1981 и 2000 годах. Исторически медианная премия за риск на рынке акций США составляет 2.8%. Сейчас премия на 1.35 п.п. ниже нуля.
- Это значит, что перспектива роста рынка акций в лучшем случае ограничена темпом роста прибылей. В более реалистичном случае спад оптимизма приведет к его коррекции.



Кредитные спреды еще несколько снизились с конца июня, отражая консенсусное мнение о «мягкой посадке» экономики

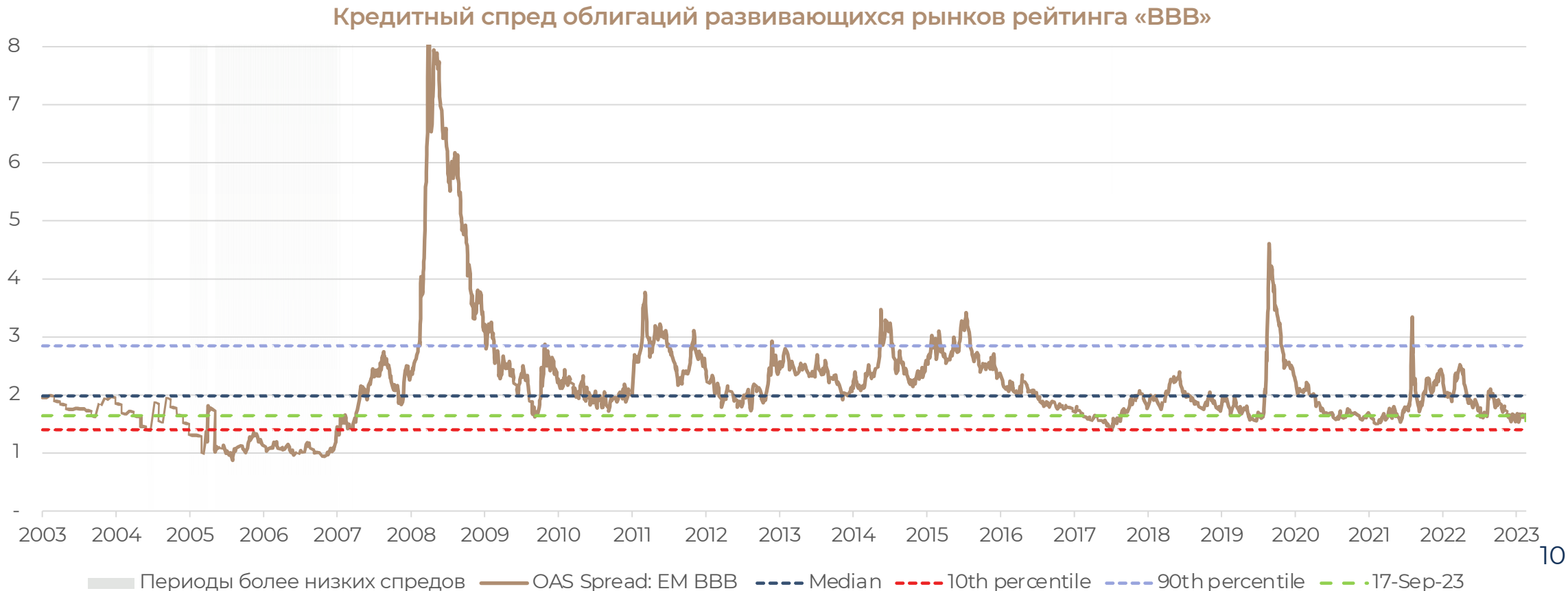
- Вознаграждение за риск дефолта облигаций «BBB» равно 144 б.п. (медиана 172 б.п.) — вознаграждение было выше в 77% дней (в период с 2000 года).
- С конца июня спред снизился на 7 б.п. До 10-го перцентиля, характерного для наиболее дорогих рынков корпоративных бумаг (лишь 26 б.п. потенциала сужения спреда).

Кредитный спред корпоративных облигаций США рейтинга «BBB»



На развивающихся рынках вознаграждение за кредитный риск почти не изменилось — облигации по-прежнему оценены дорого

- Кредитные спреды расширились на 6 б.п., до 161 б.п. Это лишь на 17 б.п. больше, чем для облигаций США.
- Риски дефолтов все еще недооценены. До 10-го перцентиля, характерного для наиболее дорогих рынков корпоративных бумаг, лишь 24 б.п. потенциала сужения спреда. Чтобы рынок вернулся к медианным уровням кредитного вознаграждения, необходим рост спредов на 34 б.п.



Инвертирована не только кривая, но и логика

			2022	8M 2023	FY2022-23
LCA3TRUU Index	Облигации США	Bloomberg Aaa Corporate TR	(20.32)	0.97	(19.54)
LCA2TRUU Index		Bloomberg Aa Corporate TR	(17.29)	1.29	(16.22)
LCA1TRUU Index		Bloomberg A Corporate TR	(15.15)	1.59	(13.80)
LCB1TRUU Index		Bloomberg Baa Corporate TR	(15.90)	2.46	(13.83)
BCBATRUU Index		Bloomberg Ba US High Yield TR	(10.80)	4.73	(6.57)
BCBHTRUU Index		Bloomberg B US High Yield TR	(10.26)	6.75	(4.21)
BCAUTRUU Index		Bloomberg Caa US High Yield TR	(16.29)	12.04	(6.21)
I00191US Index		Bloomberg Ca to D U.S. High YI TR	(10.43)	11.32	(0.30)
			2022	8M 2023	FY2022-23
I12878US Index	Долларовые облигации развивающихся рынков	Bloomberg EM USD Aggregate: Aaa	-	-	-
I12879US Index		Bloomberg EM USD Aggregate: Aa	(13.23)	(0.06)	(13.27)
I12880US Index		Bloomberg EM USD Aggregate: A	(12.02)	0.81	(11.31)
I12881US Index		Bloomberg EM USD Aggregate: Baa	(20.95)	2.28	(19.15)
I05040US Index		Bloomberg EM USD Aggregate: Ba	(10.72)	1.87	(9.06)
I05039US Index		Bloomberg EM USD Aggregate: B	(14.09)	3.16	(11.38)
I12882US Index		Bloomberg EM USD Aggregate: Caa	(13.55)	21.65	5.16
I12883US Index		Bloomberg EM USD Aggregate: Ca-D	(25.38)	30.88	(2.34)

США

- Самый прозрачный и ликвидный рынок.
- Инфляция уходит.
- Ставка высока (5.5%) и будет высокой (возможно повышение на +0.25% до НГ).
- ТТМ HY&LL ~ 2.6–3% (средняя 0.8–1%).
- Ожидания 2023/2024 гг. — 4.75/4% (2008/2009 — 19%).
- Дефицит бюджета не будет снижаться до выборов. А после?
- Большой долг является проблемой для консенсуса, но не для экономики.

Европа/Британия

- Хуже с экономикой, лучше с дефицитом и долгом (еще бы, доллара то у них нет).
- Ставки, скорее всего, на пике (в отличие от американской).
- ТТМ HY&LL ~ 1.6–1.7% (средняя 0.6–0.8%).
- Ожидания 2023/2024 гг. — 2.5/4.5% (2008/2009 — 14%).
- Пока ни фунт ни евро не будут расти к доллару. Но это пока.
- Больше, чем в США, стремление «спасать», но не всегда без ущерба для владельцев облигаций.

Китай

- Ставка ниже и будет снижаться.
- Задолженности выше, и должники сильно зависят от государственной помощи.
- $ICR < 1$ у 24% заемщиков.
- Аудит вообще не имеет смысла, финансовая отчетность тоже.
- Рынок движается огромными массами внутренних денег и сентиментом иностранцев, ничего не понимающих в рынке.

ЮВА

- Все страны разные.
- Общая тенденция — пусть глупые иностранцы платят за всё.
- Аудит и отчетность тоже не имеют смысла.
- $ICR < 1$ от 30% (Индия) до 5% (Филиппины).
- Многое будет определяться «избыточными потоками» денег из развитых рынков.
- Количество дефолтов выросло в 3 раза за 2 года.

ЛатАм

- В Аргентине новый сезон старого сериала.
- Бразилия медленно движется в сторону Аргентины.
- Погашения до конца 2025 года составят \$50 млрд, или 20% всей задолженности. Ставка по новым долгам будет заметно выше. 32% из них имеют рейтинг «В», с этим рейтингом гасится 63% всех обязательств.
- Ожидания по default rate в 2023/24 гг. — 6%.

MENA

- Турция и Египет в кризисе (инфляция 55 и 40%). В 2024 году Египет заплатит за долг почти 50% доходов бюджета (несмотря на помощь арабских стран и IMF).
- Ливан, Тунис, Иордания, Бахрейн — кандидаты на дефолт.
- Условия IMF противоречат желаниям элит, но bailout со стороны арабских стран не 100%.
- ОАЭ и СА надежны, но не интересны (пока и то и другое, никто не знает как повернется).

Bloomberg о дефолтах



	Government Bond Yield ¹ , Latest (Pct)	Interest Expense ² , 2023 (% GDP)	Government Debt ³ , 2023 (% GDP)	Sovereign Debt Vulnerability Ranking ⁴ (Lower Rank, Higher Risk)		Government Bond Yield, Latest (%)	Interest Expense, 2023 (% GDP)	Gross Government Debt, 2023 (% GDP)	Sovereign Debt Vulnerability Ranking (Lower Score, Higher Risk)
Ukraine	53.1	4.8	98.3	1	Turkey	3.4	2.1	35.0	31
Egypt	11.9	9.2	92.9	2	Honduras	3.8	0.6	50.0	32
Pakistan	20.7	6.3	73.6	3	Mexico	1.5	4.3	55.6	33
Tunisia	31.1	3.2	80.0	4	Iraq	5.1	0.6	47.9	34
Mozambique	10.6	3.2	89.7	5	Serbia	2.2	1.7	50.2	35
Argentina	23.4	2.4	76.3	6	Panama	1.8	2.1	54.3	36
El Salvador	9.4	3.7	76.1	7	Romania	2.0	2.0	48.3	37
Bolivia	12.6	2.2	82.3	8	Trinidad & Tobago	1.2	2.8	53.9	38
Kenya	6.9	4.7	70.6	9	Georgia	2.1	1.5	40.5	39
Angola	7.3	4.2	63.3	10	Oman	1.7	2.2	42.8	40
Bahrain	2.3	5.1	124.7	11	Israel	1.1	2.2	57.6	41
South Africa	3.2	5.1	72.3	12	Paraguay	2.1	1.5	40.4	42
Jordan	2.7	4.4	87.9	13	Malaysia	0.4	2.4	67.0	43
Gabon	6.5	2.9	60.3	14	Uzbekistan	2.9	-0.2	33.9	44
Senegal	5.2	2.2	73.1	15	Guatemala	2.1	1.5	38.6	45
Namibia	2.7	5.0	68.5	16	Philippines	0.9	2.0	56.7	46
Rwanda	5.2	2.2	67.1	17	China	0.1	1.1	82.4	47
Ecuador	18.5	1.5	57.3	18	Poland	1.0	1.8	50.7	48
Colombia	3.3	4.3	62.0	19	Uruguay	0.8	1.3	62.3	49
Cote D'Ivoire	3.8	2.6	63.3	20	Indonesia	0.9	2.1	39.1	50
Costa Rica	2.3	5.1	63.5	21	Vietnam	1.3	1.0	36.3	51
Jamaica	1.9	5.1	77.9	22	Peru	1.3	1.5	33.0	52
Brazil	1.7	6.8	88.4	23	Azerbaijan	1.9	0.6	22.1	53
Dominican Rep.	3.0	3.2	58.3	24	Qatar	0.8	1.4	45.5	54
Nigeria	6.5	2.3	38.8	25	Chile	1.0	0.3	36.6	55
Ethiopia	38.8	0.6	37.6	26	South Korea	0.3	-0.1	55.3	56
Hungary	1.9	3.1	73.2	27	UAE	0.8	0.6	30.5	57
Morocco	2.1	2.3	68.3	28	Saudi Arabia	1.0	0.5	23.6	58
Armenia	2.6	2.9	49.3	29	Kazakhstan	0.1	1.0	25.9	59
Tajikistan	11.3	0.7	32.3	30	Kuwait	0.4	-12.8	3.6	60

Methodology: ¹Weighted average of the options-adjusted spread of the country's dollar bonds relative to comparable US treasuries, drawn from members of the Bloomberg Emerging Markets Sovereign TR Index. See [BSSUTRUU Index](#) and explore on [PORT4GO](#). ²Difference between the primary and overall budget balances, as projected by the International Monetary Fund. ³Gross general government debt, as projected by the IMF. Interest and debt figures for Ecuador and Honduras reflect 2022 estimates. ⁴Composite rank is drawn from the average ranking across the three indicators, with yields receiving double weight.

Каждая пятая компания в мире не зарабатывает на процентные выплаты — и это со старыми ставками.

Только у половины компаний покрытие процентов более чем 4.

В ближайшие 12–18 месяцев более 80% компаний будут перекредитовываться на какие-то суммы.

Новые ставки будут в 2–2.5 раза выше старых.

За 6 месяцев 2023 года в мире случился 91 дефолт, в 5 раз больше, чем в 2022-м.

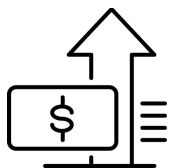
Животные

MOVCHAN'S
GROUP



В итоге есть всего два исхода

Обязательство может либо погаситься в срок с понятным кеш-флоу, либо не погаситься — и тогда кеш-флоу будет существенно хуже. Рынок оценивает вероятность погашения, закладывая его в цену инструмента.



Все зависит от ставки без риска

Короткие бумаги должны давать доходность, равную текущей безрисковой ставке, скорректированной на риск. Длинные используют ожидаемую ставку; кроме того, по ним риск выше (но не всегда).



Риск зависит от желания

Бумага гасится не тогда, когда эмитент может ее погасить, а тогда, когда он хочет ее гасить. Ограниченная ответственность не оставляет заемщикам больших шансов.



Рынок знает всё. Почти.

На рынке присутствуют крайне квалифицированные игроки. Надеяться, что Вы знаете больше них про большие бумаги из центральных рынков, не стоит. Они, как правило, слабы в нишевых рынках и в части макропрогнозов.

Если Вам кажется что рынок ошибается, — скорее всего, Вы знаете не всё. Особенно это так в случае быстрых движений.

Аудиторы часто ошибаются, еще чаще — обманывают. В итоге они не несут ответственности.

Финансовые документы позволяют масштабные украшения витрин; мало кто из идущих ко дну их не применяет.

Когда всё плохо, кредитор через облигации остается последним в очереди — его никому не жалко.

Для погашения долга необходим going concern. Но не только.

Проблемы ликвидности могут быть решающими, поэтому бойтесь банков-кредиторов и короткого долга.

Рейтинг настолько хорош, насколько прозрачна информация. Чем хуже страна, тем хуже тот же рейтинг.

За социализм платят кредиторы. Больше социализма — больше рисков.

Неликвидный долг хорош ровно до момента, когда он плох — поэтому фонды неликвидного кредита выглядят хорошо или никак.

Никакой залог не спасает от неликвидного рынка. Проверить валидность залога почти невозможно.

Не так важно, в какой форме долг, как важно, что внутри бизнеса должника. Этих рисков Вы, как правило, не понимаете.

В отличие от акций долговая бумага может перестать соответствовать вашей стратегии. Что Вы будете делать? Вот именно!

Самые рискованные бумаги – «немного плохие», потому что их апсайд сильно меньше даунсайда.

Правило 2008: «Диверсификация не спасает от системных событий».

Бумаги в локальной валюте несут риски блокировки обмена, внезапного скачка курса, исключения рынка валютных форвардов.

Высокие ставки всегда плохи для низких рейтингов. Именно потому, что доходности выше.

Не забывать в процессе!

Позиция в бумаге по нормальной цене — это не менее 100/250K долларов. Watch your diversification.

Рынок весь OTC. Цены в Bloomberg не всегда отражают реальность, особенно когда лот большой.

Дефолт в своей валюте нормальные страны не объявляют. Но ненормальные объявляют.

Ковенанты будут определять отношение кредиторов и цену — читайте проспект.

Американские ETF «угрожают» налогами на купонный доход от 10 до 35%. Даже если стоимость акции падает.

Целый ряд стран практикует withholding tax с купонов, выплачиваемых иностранцам.

При наличии колл-опциона доходность определяется к нему, в то время как его может не случиться.

Акция — худший вид залога, если всё плохо. Convertibles и subordinated имеют даунсайд хуже акций, а апсайд сильно меньше.

Методы ОХОТЫ

MOVCHAN'S
G R O U P

Суть и ожидания

- Собирается портфель из ETF в зависимости от предпочтений по уровню риска и дюрации.
- Доходность/риск не превысит результаты рынка без использования макропрогноза. Но ETF позволяют брать встроенное плечо.

Риски

- Существенное движение рынка вниз (рост доходности).
- Рост количества дефолтов.
- Ошибка в макропрогнозировании, ведущая к ошибке в выборе дюрации.

Что нужно для успеха

- Эффективная инфраструктура, снижающая расходы и цены.
- Минимизация налоговой составляющей.
- Точный макропрогноз.

Альтернативы

- Пассивный портфель, хорошо диверсифицированный по дюрации и рискам, будет давать «рыночную» доходность.
- В ряде случаев комбинация портфеля и опционов дает лучшие результаты.

Суть и ожидания

- Портфель формируется из недооцененных, по мнению инвестора, бумаг в расчете на то, что рынок ошибся и пересмотрит свой взгляд либо бумага погасится.
- При правильной оценке бумаг можно получать на 3–5% больше рыночной доходности в год.

Риски

- Ошибка в оценке бумаги может вести к существенному убытку.
- «Недооцененных» бумаг недостаточно для хорошей диверсификации; чаще всего «недооценки» находятся в низких рейтингах на плохих рынках.
- Рынок может очень долго ошибаться.

Что нужно для успеха

- Первокласное умение анализировать бумаги и большой опыт.
- Доступ к локальным источникам данных.
- Терпение.

Альтернативы

- Купить фонд, управляемый по этой стратегии. Это, как правило, локальный фонд с ограниченным спектром бумаг.
- Покупать защиту в виде CDS, но эта защита не универсальна.

Суть и ожидания

- Бумаги сравниваются по качеству и делается ставка на то, что в итоге более качественная бумага должна стоить дороже. Как правило, такие «пары» подбираются так, чтобы cashflow был позитивным.
- Апсайд стратегии практически неограничен, как и даунсайд.

Риски

- Ошибка в оценке бумаги может вести к огромному убытку.
- Стоимость короткой позиции может оказаться слишком большой.
- GAP может увеличиваться перед уменьшением.

Что нужно для успеха

- Первокласное умение анализировать бумаги и большой опыт.
- Доступ к локальным источникам данных.
- Запас капитала.

Альтернативы

- Купить фонд, управляемый по этой стратегии. Это, как правило, локальный фонд с ограниченным спектром бумаг.

Суть и ожидания

- В портфель собираются бумаги, считающиеся проблемными, в расчете на то, что (А) обычные инвесторы преувеличивают проблемы и (Б) многие не хотят возиться с «плохой» бумагой, что и формирует недооцененность.
- Доходы могут составлять 100% и более; убытки — до 100%. Как правило, ликвидность позиций низкая.

Риски

- Бумаги, которые в итоге стоят 0, оцениваются рынком слишком высоко.
- Поскольку оценка затруднена, возможны случайные большие колебания.
- Чем выше риск, тем большее преимущество имеют эмитенты и крупные игроки.

Что нужно для успеха

- Опыт и знания рынка.
- Доступ к полужакрытой информации.
- Юридическая поддержка и большой капитал.

Альтернативы

- Купить ETF, инвестирующий в бумаги уровня от «CCC» до «C» и даже «DDD».

На большом ликвидном рынке нет альфы — только если не применять макроподход.

Залог успеха — в комбинации макроподхода, операций на нишевых рынках и идей.

Нишевые рынки и идеи требуют специальных команд — надо доверять профессионалам.

Профессионалы тоже ошибаются — надо диверсифицироваться по нишам и командам.

Чем неликвиднее, тем опаснее; фонд неликвидных инвестиций опасен больше всего.

Не надо играть в одиночку, если у Вас нет хотя бы 5 млн долларов.

Качество инфраструктуры — половина дохода, а иногда — спасение всех активов.

НОВОСТИ И ПУБЛИКАЦИИ



[Movchans](#)



[Movchans](#)

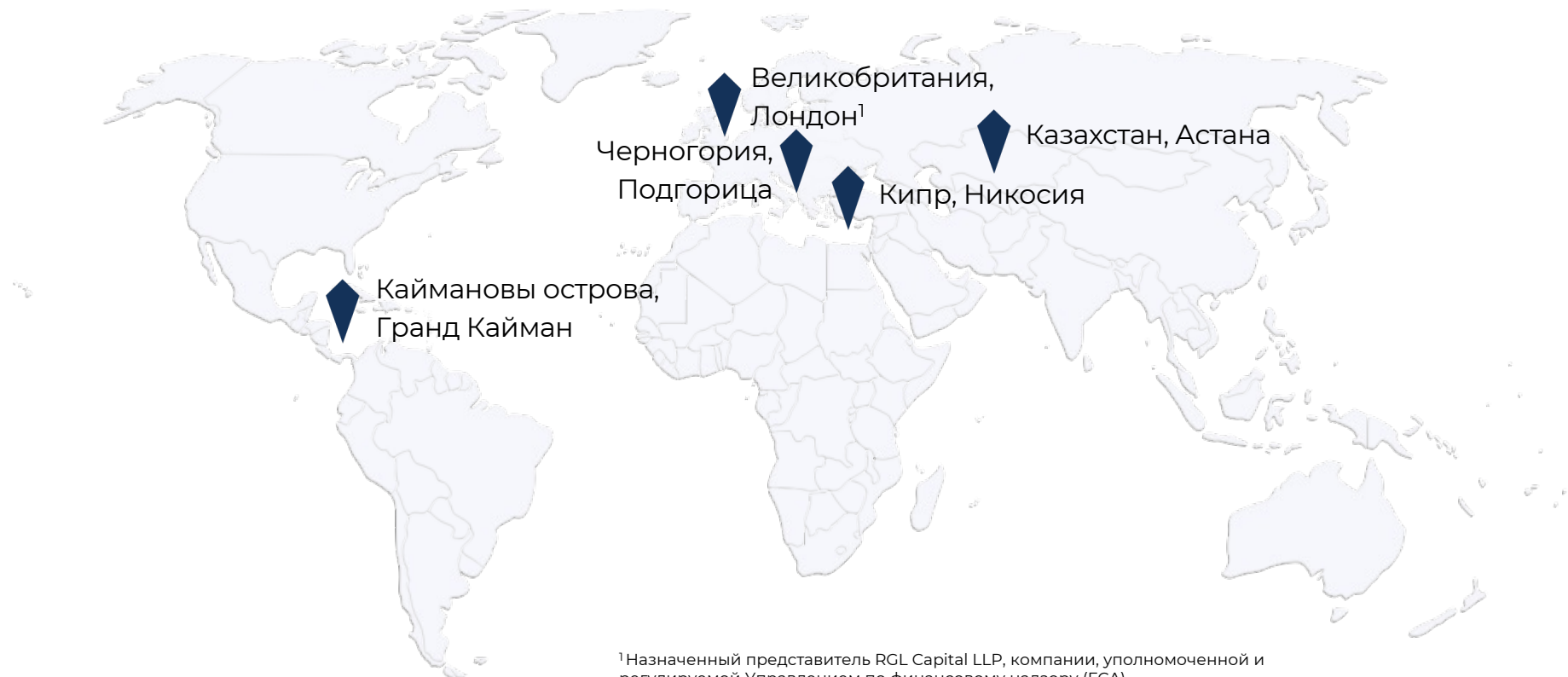


[/themovchans](#)

КОНТАКТЫ

www.movchans.com

contact@movchans.com



¹ Назначенный представитель RGL Capital LLP, компании, уполномоченной и регулируемой Управлением по финансовому надзору (FCA).

Предоставленные материалы и указанная в них информация предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов и носят аналитический характер. Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Информация не является публичной офертой, предложением или приглашением инвестировать в стратегию, приобрести или продать ценные бумаги, совершить с ними сделки. Финансовые инструменты, упомянутые в предоставленных материалах, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей и ответственностью инвестора. Компании Movchan's Group не являются инвестиционными советниками и не несут ответственности за возможные убытки инвестора в случае инвестирования в упомянутые финансовые инструменты. Информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Не является рекламой ценных бумаг и инвестиций. Перед принятием инвестиционного решения инвестору необходимо самостоятельно оценить экономические риски и выгоды, налоговые, юридические последствия инвестирования, свою готовность и возможность принять такие риски либо обратиться за консультацией к своему инвестиционному советнику. Movchan's Group оказывает информационные услуги заинтересованным лицам по их запросу информации о стратегии. Инвестиции в любой инвестиционный фонд или стратегию являются спекулятивными и не могут рассматриваться как полноценная инвестиционная программа. Содержащаяся информация не может рассматриваться в качестве гарантии или обещания доходности вложений в будущем, уровня риска и безубыточности инвестиций. Содержащаяся информация предоставляется исключительно по запросу и не подлежит распространению и передаче третьим лицам.