

Fallen Angels – почему именно этот сегмент рынка облигаций привлекает умных инвесторов

Обзор ETF фондов FinEx

FINEX+ ETF RESEARCH

Fallen Angels

Российские инвесторы давно просили FinEx ETF предоставить дополнительный вариант вложений в валютные зарубежные облигации. FXTB – практически безрисковый инструмент, однако инвесторы с длинным горизонтом готовы принимать риски в облигационной части портфеля для увеличения доходности. FXRU отвечает чаяниям многих инвесторов, но несет российский риск (и как результат – позволяет получить дополнительную доходность). Облигации инвестиционного уровня не дают премии за риск и в целом приносят около нуля. Стандартный high-yield фонд может содержать “мусорные компании”, которые только чудом получили нужный рейтинг. Что же делать? Мы нашли подходящий вариант вложений – долларовые корпоративные облигации категории Fallen Angels. Встречайте разбор нового фонда FXFA. В его активе: диверсификация, дополнительная доходность, доступ к интересным бумагам и контроль рисков.

Среди всего разнообразия инструментов долгового рынка для реализации запроса инвесторов на валютные вложения в fixed income, мы выбрали наиболее привлекательный сегмент. Это долларовые корпоративные облигации Fallen Angels, вошедшие в состав нового ETF с тикером FXFA на базе индекса Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index. Эти бумаги не только помогают увеличить диверсификацию портфелей инвесторов, предоставляя доступ к долговым бумагам иностранных компаний развитых рынков в валюте, но и обеспечивают дополнительную доходность на длительных временных промежутках. Про этот класс активов некоторые представители инвестиционного сообщества [пишут](#) так: “облигации Fallen Angels обеспечивают доходность на уровне акций, имея риск инструментов с фиксированной доходностью”. Другие [считают](#), что это “последний бесплатный обед” на фондовом рынке. В этом обзоре мы представим детальный разбор особенностей класса активов и нового фонда от FinEx ETF.

Fallen Angels: кто это и чем могут быть полезны

Fallen Angels (рус. “падшие ангелы”) – облигации изначально получившие рейтинг инвестиционного уровня (IG, investment grade), который затем был понижен до уровня ниже инвестиционного. Таким образом бумаги переместились в сегмент высокодоходных облигаций (HY, high-yield) – собственно, отсюда и метафора с “извержением с небес”. Такие облигации, как правило, находятся в верхнем сегменте высокодоходных облигаций (рейтинг между BB+ и BB-), поэтому отличаются относительно высоким кредитным качеством, в отличие от облигаций класса B+ и ниже.

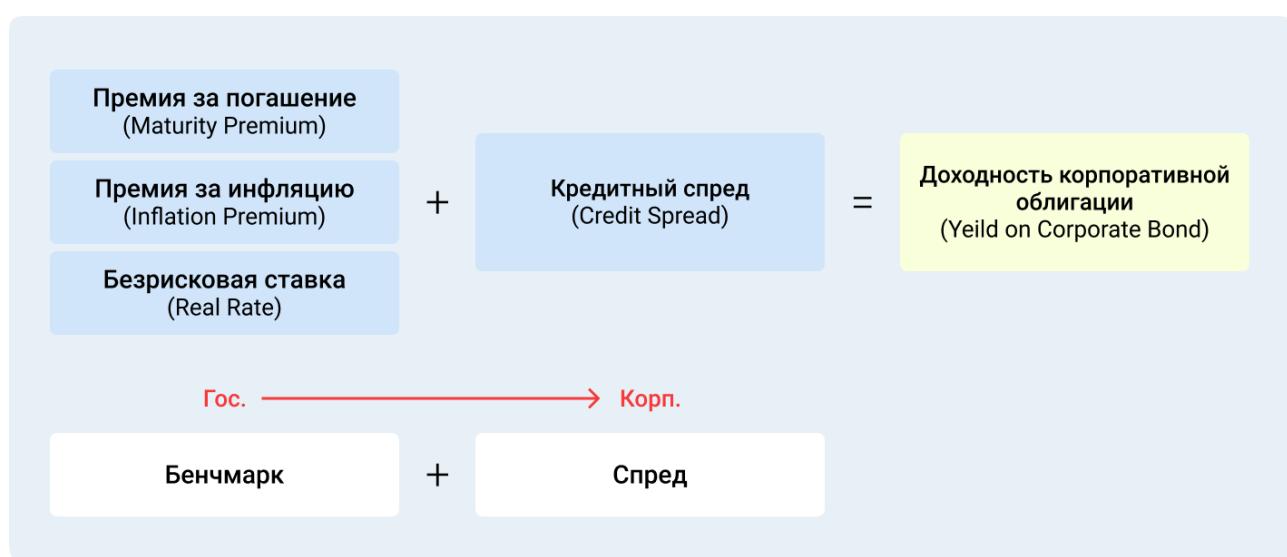
Некоторые институциональные инвесторы (например, зарубежные пенсионные фонды) в силу строгой инвестиционной политики не могут иметь в портфеле облигации с рейтингом ниже инвестиционного. В результате снижения кредитного рейтинга с инвестиционного до высокодоходного, институциональные инвесторы вынуждены продавать облигации, даже если они им нравятся. Бумаги продаются дешевле, чем если бы они торговались без влияния продаж институциональных инвесторов, в связи с чем возникает дополнительная премия за риск.

Российские инвесторы могут добавить в свои портфели этот класс активов с помощью нового ETF от FinEx, торгуемого на Московской бирже – FinEx Fallen Angels UCITS USD (тикер FXFA), и отслеживающего индекс Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index. В состав индекса входят наиболее ликвидные долларовые облигации компаний со сроком погашения более года, чей рейтинг был понижен в течение последних пяти лет. В соответствии с правилами формирования индекса, в его состав могут входить только долларовые облигации эмитентов развитых стран с общим объемом выпуска не менее 400 млн долл. США и кредитным рейтингом BBB- и ниже, но выше B+ (Moody's, S&P Global Rating). Далее мы подробно рассматриваем состав индекса, правила его формирования, а также ключевые характеристики входящих в него бумаг.

Fallen Angels – откуда берется доходность?

Упрощая, доходность корпоративной облигации можно разложить на несколько составляющих – премия за срок погашения, ожидаемый уровень инфляции и процентных ставок, а также премия за кредитный риск (рисунок 1). Изменения любого из этих компонентов влияют на итоговую доходность и цену облигаций.

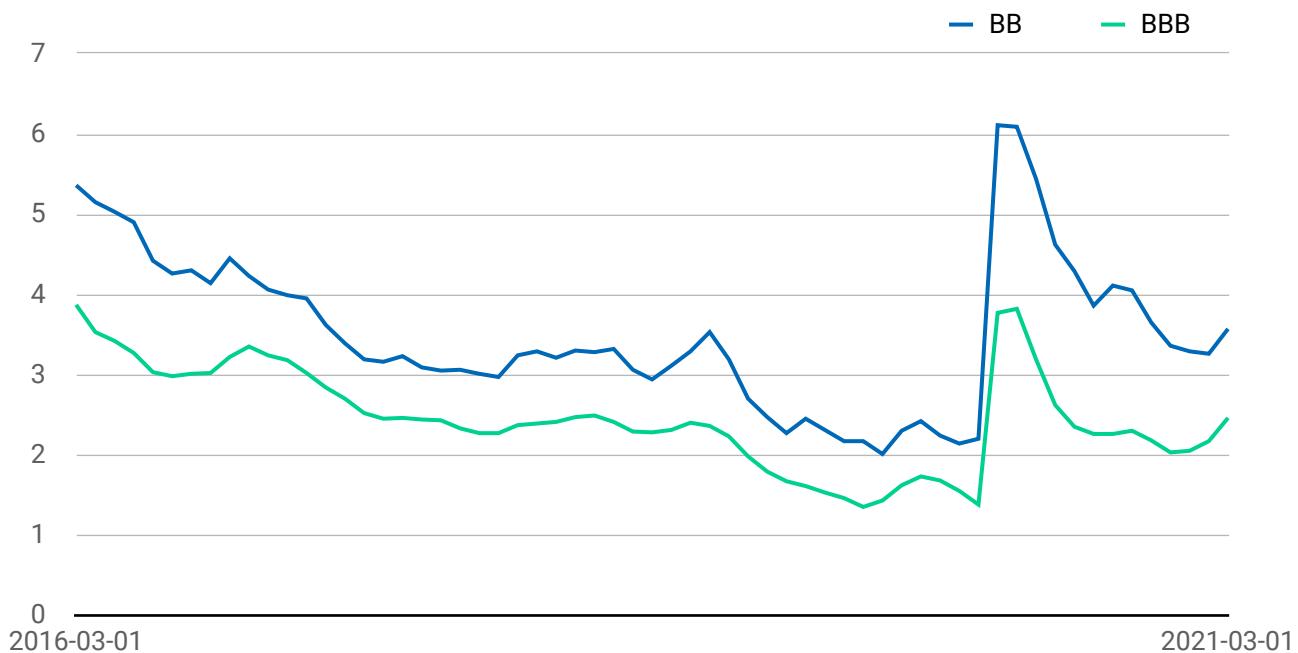
Рисунок 1. Составляющие компоненты доходности корпоративных облигаций



Источник: CFA Institute

Инвесторы в корпоративные облигации фокусируются, прежде всего, на **кредитном (корпоративном) спреде** – разнице между доходностью корпоративной облигации и доходностью безрисковой бумаги с соответствующей дюрацией. Кредитный (корпоративный) спред – это компенсация за риск дефолта эмитента и небольшая премия за риск ликвидности. Когда рейтинг облигаций снижается с инвестиционного уровня до высокодоходного сегмента, её доходность увеличивается за счет добавления, в первую очередь, компенсации за риск дефолта. Чтобы визуально оценить её размер, на графике 1 мы продемонстрировали разницу в размере кредитного спреда переходной границы кредитного рейтинга – для корпоративных облигаций США инвестиционного рейтинга (BBB) и корпоративных высокодоходных американских облигаций (BB).

График 1. Сравнение кредитных спредов по облигациям инвестиционного рейтинга (BB) и высокодоходных облигаций (BBB), %



Источник: FRED, расчеты FinEx

Анти Илманен из AQR Capital Management в [книге](#) "Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards" также трактует кредитный спред как избыточную доходность облигации над безрисковой облигацией с поправкой на спред дефолта (default loss) и скорректированный по опциону спред (OAS).

$$\begin{aligned} \text{Credit Yield Spread} &= \text{Corp Yield} - \text{Treasury Yield} = \text{Bond Risk} + \text{Premium} + \text{Default-loss Spread} + \text{Option-adj Spread} \\ \text{Expected Default Loss} &= \text{Default Probability} \times (1 - \text{Recovery Rate}) \end{aligned}$$

Источник: Antti Ilmanen Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards

Основываясь на исторических данных с 1973 г. по 2009 г., Илманен рассчитал риск-премии для облигаций различного кредитного качества (таблица 1).

Исходя из исследования Илманена, самая значительная премия за риск у облигаций неинвестиционного рейтинга BB – к ним относятся в том числе и Fallen Angels. Таким образом, **покупка облигаций "падших ангелов"** позволяет получать дополнительную доходность в виде **премии за кредитный риск**. Её внушительный размер можно объяснить, к примеру, с помощью ошибки индексирования (bad Indexing) – ситуации, при которой управляющие фондами из-за жестких регламентов не могут держать в своем портфеле активов облигации неинвестиционного рейтинга, поэтому вынуждены их продавать в автоматическом режиме. Для пенсионных фондов, ЦБ и других

организаций с ограниченным инвестиционным мандатом вынужденная продажа облигаций "падших ангелов" — это инвестиционные потери, поэтому этот эффект назвали **bad indexing**. Для инвесторов в Fallen Angels, напротив, покупка облигаций с дисконтом позитивно отразится на будущей доходности (помним про игру с нулевой суммой — если кто-то теряет, значит, другие могут на этом заработать).

Таблица 1. Избыточная доходность кредитных индексов Citigroup за вычетом 7-летних и 10-летних гособлигаций США

	Инвестиционный рейтинг			Высокодоходный сегмент		
	AAA/AA	A	BBB	BB	B	CCC
Арифметическое среднее	0,02 %	0,33 %	0,83 %	2,34 %	1,89 %	-
Волатильность	3,2	3,9	5,1	8,6	11,5	18,7
Коэффициент информации (Information ratio)	0,01	0,08	0,16	0,27	0,17	-
Геометрическое среднее 1973-2009	-0,03	0,25	0,7	1,99	1,24	-
Геометрическое среднее 1985-2009	-0,34	-0,02	0,26	1,7	-0,14	-2,66

Источник: Bloomberg, Barclays,, Citygroup, Antti Ilmanen Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards

Пол Бенсон, руководитель отдела в Bank of New York Mellon, [отмечает](#), что "техническое расстройство", вызванное необходимостью продавать облигации неинвестиционного уровня при снижении рейтинга, приводит к дисконту их стоимости примерно в 200 базисных пунктов. Если приобрести облигации сразу после снижения кредитного рейтинга, можно получить дополнительную доходность. Этим и привлекателен такой класс активов, как облигации "падших ангелов".

На рисунке 2 показаны результаты [исследования](#) Robeco по данным с января 1994 года по июнь 2020 года. Кредитный спред среднестатистического "падшего ангела" изображён на графике А (рисунок 2) и показывает трехфазную модель: увеличение перед понижением рейтинга, пик в районе даты понижения и постепенное восстановление. Однако полного восстановления не происходит из-за более высокого риска, связанного с присвоением рейтинга высокодоходной облигации.

Совокупное превосходство "падших ангелов" над другими облигациями неинвестиционного уровня в период понижения рейтинга показано на графике В (рисунок 2). График демонстрирует ту же трехфазную модель, что и график А, но в инвертированном виде (поскольку доходность и спреды движутся в противоположных направлениях). "Падшие ангелы" уступают своим собратьям по рейтингу за несколько кварталов до фактического снижения кредитного рейтинга; особенно в последнем квартале и особенно сильно в месяц понижения рейтинга, когда вынужденные продажи инвесторов толкают цену вниз. После этого относительные показатели становятся положительными и остаются положительными до 24 месяцев после понижения рейтинга, поскольку инвесторы начинают покупать "падших ангелов", а компании с пониженным рейтингом начинают принимать меры для восстановления своей кредитоспособности. В этот период за счет регулярной перебалансировки индекса дополнительную доходность могут получить и инвесторы FXFA.

Кто присваивает кредитные рейтинги, что они означают

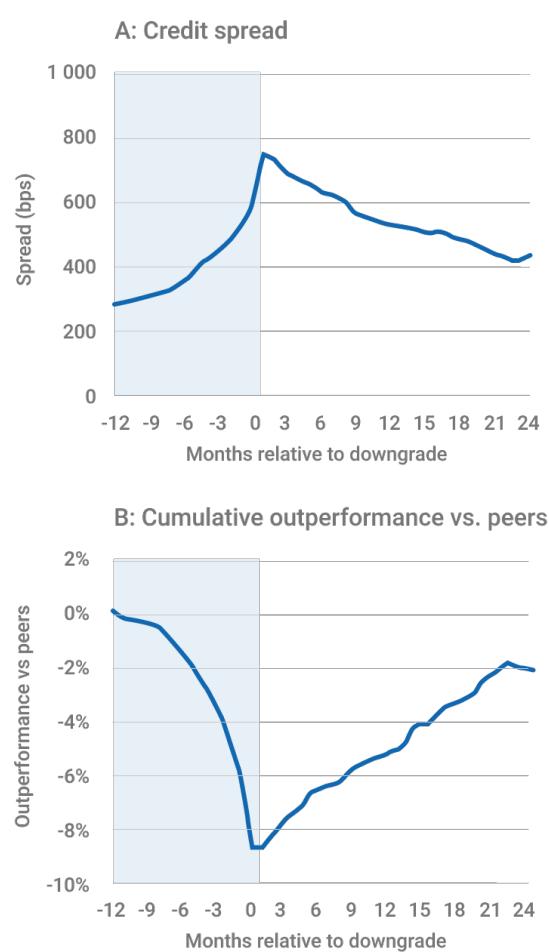
Кредитный рейтинг отражает кредитоспособность корпоративных или государственных обязательств, в частности облигаций. Рейтинги публикуются рейтинговыми агентствами и используются профессионалами в области инвестиций для оценки вероятности погашения долга. Основными поставщиками кредитных рейтингов выступают компании "большой тройки": Fitch Ratings, Moody's и Standard & Poor's (S&P). Классификация и расшифровка каждого кредитного рейтинга представлена в таблице 2.

Таблица 2. Кредитные рейтинги и их характеристики

Характеристика долга и эмитента (источник: Moody's)	Рейтинг			
	S&P	Moody's	Fitch	
INVESTMENT	Highest quality	AAA	Aaa	AAA
		AA+	Aa1	AA+
	High quality	AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
	Strong payment capacity	A+	A1	A+
		A	A2	A
Adequate payment capacity		A-	A3	A-
	BBB+	Baa1	BBB+	
	BBB	Baa2	BBB	
		Baa3	BBB-	
	Likely to fulfil obligations, ongoing uncertainty	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
NON-INVESTMENT	BB-	Ba3	BB-	
		B+	B1	B+
	High credit risk	B	B2	B
		B-	B3	B-
	CCC+	Caa1	CCC+	
	CCC	Caa2	CCC	
NON-INVESTMENT	CCC-	Caa3	CCC-	
		CC	Ca	CC
				C
	SD	C	DDD	
	D		DD	
			D	

Источник: Robeco, Barclays Bloomberg

Рисунок 2. Доходность «падшего ангела» до и после снижения рейтинга



Источник: Robeco, Barclays Bloomberg

Облигация обладает "инвестиционным рейтингом" (IG, investment grade), если ее кредитный рейтинг составляет BBB- (Fitch, S&P) или выше, или Baа3 или выше (Moody's). Как правило, это облигации, которые рейтинговое агентство считает достаточно надежными для выполнения долговых обязательств. Облигации, которые не имеют рейтинга инвестиционного уровня, известны как высокодоходные или "мусорные" облигации. На рисунке 3 вы можете ознакомиться с основными факторами, влияющими на решения о присвоении рейтинга по методологии S&P Global.

Рисунок 3. Факторы, оказывающие влияние на кредитный рейтинг эмитента



Источник: S&P Global

Как правило, снижение инвестиционного рейтинга компаний происходит в связи с ухудшением ее финансового положения. Однако такое, на первый взгляд, негативное событие не означает, что компания не имеет перспектив в будущем и не сможет платить по своим долговым обязательствам. Часто бывает, что снижение рейтинга имеет краткосрочный или среднесрочный характер в связи с **временными** трудностями – дополнительными капитальными вложениями, трансформацией бизнеса и др. Как показывает статистика, которую [приводит](#) Европейский центральный банк, около четверти всех "падших ангелов" за последние 20 лет в итоге вновь получили инвестиционный рейтинг, а 46% остались в сегменте высокодоходных облигаций.

Облигации "падших ангелов" также могут предложить привлекательный профиль риска и доходности. Например, по данным BNY Mellon, около 85% падших ангелов имеют рейтинг BB (тот самый – максимально доходный по данным А. Илманена), в то время как только 50% широкого высокодоходного рынка составляют облигации с рейтингом BB. Остальные 50% широкого высокодоходного рынка в основном состоят из облигаций с рейтингом B и CCC. Это означает, что **падшие ангелы имеет более низкий риск дефолта, чем высокодоходные облигации в целом. Это же в общем случае можно сказать и про фонды high-yield, тем более про Emerging markets high-yield** (авторы приносят свои извинения за обилие англоязычных терминов в обзоре).

Привлекательность облигаций Fallen Angels: что о них думают ведущие инвестиционные компании

HY vs. IG expected return. Обратимся к аналитическим обзорам зарубежных фондовых управляющих и исследовательских компаний. Согласно модели крупнейшей инвестиционной компании BlackRock, ожидаемая доходность высокодоходных облигаций американских компаний в ближайшие 10 лет составит 3,5%, тогда как ожидаемая доходность облигаций инвестиционного уровня лишь 0,9% (Aggregate Bond). Invesco оценивает ожидаемую доходность высокодоходных облигаций в ближайшие 10 лет еще более позитивно – 4,2% против 1,7% у облигаций инвестиционного рейтинга. С оценками других компаний по ожидаемой доходности и риску двух классов активов вы можете ознакомиться в таблице 3.

Таблица 3. Ожидаемые доходности и риск облигаций инвестиционного рейтинга и высокодоходных облигаций на горизонте 10 лет (USD)

Компания	Высокодоходные облигации (HY US Bond)		Облигации инвестиционного рейтинга (IG US Bond/Agg US Bond)	
	Ожидаемая доходность	Ожидаемая волатильность (риск)	Ожидаемая доходность	Ожидаемая волатильность (риск)
BlackRock	3,5 %	7,9 %	0,9 %	4,4 %
Research Affiliates	2,9 %	9,9 %	2,2 %	4,6 %
Invesco	4,2 %	10,2 %	1,7 %	7,6 %
JP Morgan	4,8 %	-	2,5 %	-
UBS	4,5 %	11,1 %	2,8 %	6,7 %
T. Rowe Price*	4,1 %	10,3 %	1,9 %	5,5 %
Callan Institute	4,4 %	10,8 %	1,8 %	3,8 %

* прогноз на 5 лет

Источник: Capital Market Assumptions – [BlackRock](#), [Research Affiliates](#), [Invesco](#), [JP Morgan](#), [UBS Asset Management](#), [T. Rowe Price](#), [Callan Institute](#)

Очевидно, что бенчмарки, взятые для оценки ожидаемой доходности по приведенным классам активов, могут отличаться в зависимости от моделей и предположений, которые использует компания. Однако главное легко можно увидеть из таблицы 3 – ожидаемая доходность высокодоходных облигаций выше доходности облигаций инвестиционного уровня (как мы ранее выяснили, за счет большей премии за кредитный риск). Мы привели информацию по ожидаемым доходностям всего сегмента высокодоходных облигаций, т.к. пока ни одна компания не публикует долгосрочную ожидаемую доходность по сегменту Fallen Angels. Тем не менее, мы можем сделать аккуратное предположение, что доходность отдельного сегмента вряд ли можно оценить ниже, чем

всего класса активов с названием High Yield Bonds. Предположение имеет смысл, например, исходя из исторической динамики и приведенных выше соображениях о дополнительной премии за риск.

Николас Фонсека, аналитик ETF VanEck, [пишет](#): "Мы считаем, что «падшие ангелы» могут и дальше обеспечивать потенциал роста по сравнению с мусорными облигациями (high yield bonds), как они это делали в различных рыночных циклах. Несмотря на то, что в 2020 году доминировал технический эффект, мы считаем, что все три фактора могут внести значительный вклад в доходность Fallen Angel в 2021 году".

Таблица 4. Сравнение доходности Fallen Angel с широким рынком высокодоходных корпоративных облигаций США

Начало периода	Конец периода	Кумулятивная общая доходность (USD)	
		«Падшие ангелы»	Широкий рынок высокодоходных облигаций
31.12.2003	15.11.2007	30,1 %	30,08 %
22.12.2010	28.07.2011	8,04 %	6,87 %
07.12.2012	05.08.2015	21,35 %	12,73 %
11.08.2016	05.03.2020	30,47 %	23,71 %
21.07.2020	31.12.2021	11,19 %	7,77 %

Источник: ICE Data, VanEck

В таблице 4 описаны пять периодов, когда широкие спреды высокодоходных облигаций были ниже долгосрочного среднего. «Падшие ангелы» в эти периоды постоянно превосходили широкий рынок высокодоходных облигаций. В текущем периоде, начиная с конца июля, падшие ангелы уже опережают их более чем на 3%.

Мануэль Хейс, старший портфельный менеджер Mellon, [отмечает](#), что в связи с пандемией рейтинговые агентства стали чаще снижать кредитный рейтинг, что расширило возможности для инвестиций в "свежие" и перспективные Fallen Angels.

FXFA – новый фонд FinEx

С 22 апреля 2021 г. на Московской бирже начал торговаться FinEx ETF на корпоративные облигации Fallen Angels с тикером FXFA. В фонде представлены облигации более 25 эмитентов развитых рынков (90% – компании США), среди которых такие гиганты как Ford, Occidental Petroleum, Kraft Heinz Foods, FirstEnergy и другие. Всего в фонде представлено более 130 выпусков облигаций со средним рейтингом BB+.

Фонд отслеживает индекс Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index, который формируется по заранее определённым правилам.

Основные принципы расчета индекса

1. Только надежные компании. Методологией индекса предусмотрено инвестирование исключительно в облигации с текущим рейтингом BBB-, BB/+-, чей рейтинг был понижен до высокодоходного в течение последних пяти лет. Это позволит ограничить риски дефолта эмитентов и "отфильтровать" верхний сегмент высокодоходных облигаций.

2. Только ликвидные бумаги . Согласно методологии, облигации должны быть выпущены в долларах США со сроком до погашения более года и с объемом выпуска не менее 400 млн долл. для обеспечения необходимой ликвидности.

3. Четкие правила перебалансировки индекса. Ребалансировка происходит ежемесячно. Из индекса могут удаляться и добавляться не более 20 выпусков наиболее ликвидных бумаг, подходящих под требования. До погашения облигации не держатся. Fallen Angels, которые восстановили свой кредитный рейтинг до инвестиционного, могут находиться в составе фонда, но не более 3-х месяцев.

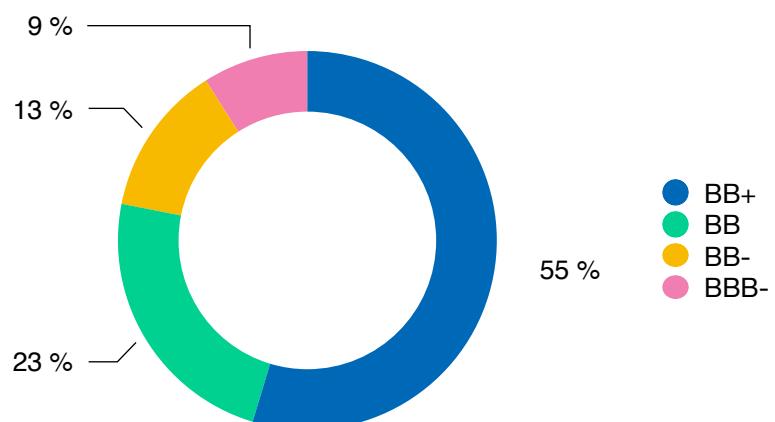
4. Ограничение по доле одного эмитента в индексе. В соответствии с методологией индекса (Index Guideline), суммарный вес облигационных выпусков одного эмитента не может превышать 8%. Если при очередной ребалансировке доля одного эмитента в общем составе индекса превышает 8%, то вес этого эмитента ограничивается пороговым значением (8%), а избыточный вес распределяется пропорционально между остальными эмитентами. Процесс повторяется до тех пор, пока не останется ни одного эмитента с долей выше 8%. Схожую методологию взвешивания имеют и другие индекс-провайдеры, рассчитывающие облигационные индексы класса активов Fallen Angels.

С остальными требованиями к эмитентам облигаций и правилами формирования индекса можно ознакомиться в [Index Guideline](#).

В текущем составе индекса Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index представлены облигации "падших ангелов" со средним рейтингом BB+. В настоящий момент (на дату составления обзора), в состав индекса входят 134 выпуска облигаций. С детальным распределением выпусков облигаций по кредитному качеству можно ознакомиться на рисунке 4.

Подавляющую часть индекса (91%) занимают выпуски облигаций с неинвестиционным рейтингом BB+, BB и BB-, отличающиеся высокой надежностью (напомним, BBB- считается нижней границей инвестиционного рейтинга, а BB – верхней границей высокодоходных облигаций).

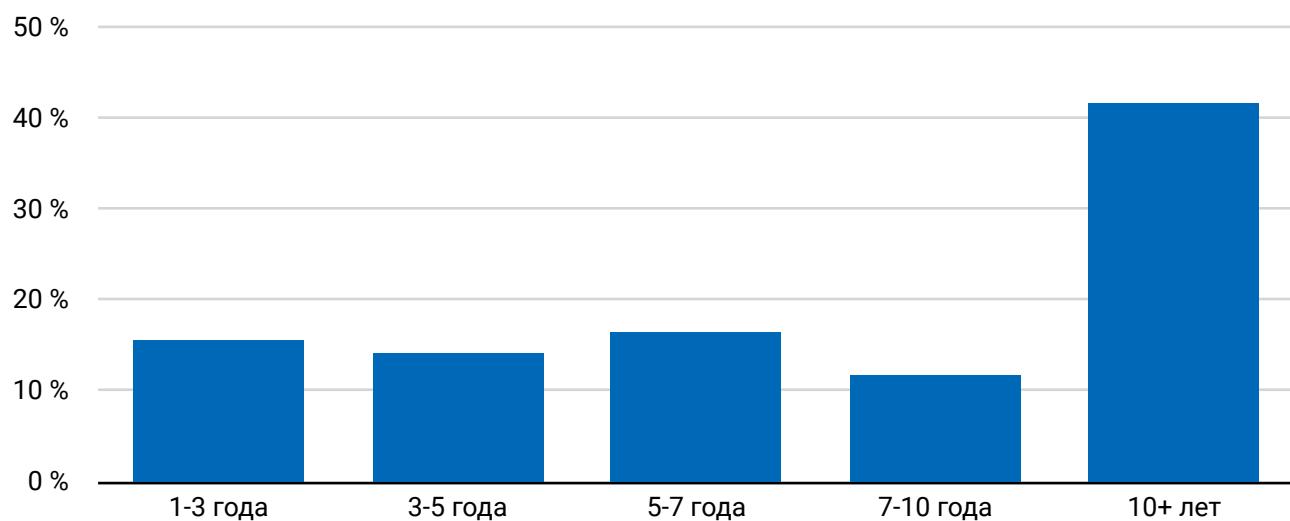
Рисунок 4. Распределение состава фонда FXFA по кредитному рейтингу



Источник: Solactive, S&P Rating, Moody's Rating, Bloomberg, расчеты FinEx

Более 40% от общего количества выпусков облигаций имеют срок до погашения более 10 лет. Распределение облигаций в фонде FXFA по сроку до погашения представлено на рисунке 5.

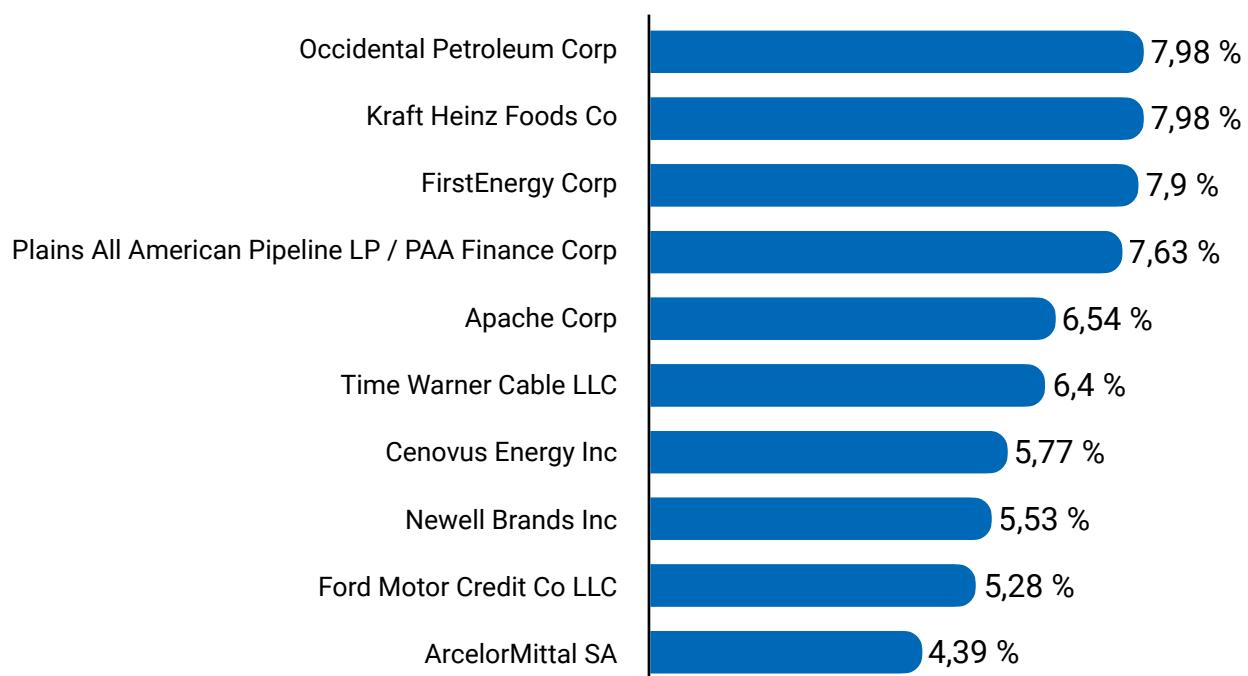
Рисунок 5. Распределение облигаций в фонде FXFA по сроку до погашения



Источник: Solactive, расчеты FinEx

В топ-10 эмитентов по весу в индексе входят облигации таких известных компаний, как Occidental Petroleum, Kraft Heinz Foods, FirstEnergy, Time Warner и др. (рисунок 6).

Рисунок 6. Топ-10 эмитентов по весу в индексе Solactive



Источник: Solactive, расчеты FinEx

Таблица 5. Сравнение составов индекса Solactive и других индексов на класс активов Fallen Angels

	Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index	Bloomberg Barclays US HY Fallen Angel 3% Cap Total Return Index Value Unhedged	FTSE Time-Weighted US Fallen Angel Bond Net Total Return Index – USD	ICE US Fallen Angel High Yield 10% Constrained Index
Количество выпусков	134 100 %	394 100 %	236 100 %	310 100 %
<i>BBB</i>	- -	2 0,5 %	- -	- -
<i>BBB-</i>	7 5,2 %	11 2,8 %	9 3,8 %	2 0,6 %
<i>BB+</i>	63 47,0 %	104 26,4 %	33 14,0 %	73 23,5 %
<i>BB</i>	33 24,6 %	128 32,5 %	99 41,9 %	117 37,7 %
<i>BB-</i>	31 23,1 %	86 21,8 %	67 28,4 %	74 23,9 %
<i>B+</i>	- -	34 8,6 %	20 8,5 %	22 7,1 %
<i>B</i>	- -	6 1,5 %	3 1,3 %	3 1,0 %
<i>B-</i>	- -	5 1,3 %	1 0,4 %	2 0,6 %
<i>CCC+</i>	- -	8 2,0 %	3 1,3 %	9 2,9 %
<i>CCC</i>	- -	1 0,3 %	- -	1 0,3 %
<i>CCC-</i>	- -	2 0,5 %	- -	2 0,6 %
<i>CC+</i>	- -	- -	- -	- -
<i>CC</i>	- -	- -	- -	- -
<i>CC-</i>	- -	3 0,8 %	- -	2 0,6 %
<i>C+</i>	- -	- -	- -	- 0,0 %
<i>C</i>	- -	- -	- -	- -
<i>C-</i>	- -	- -	- -	- -
<i>DD+</i>	- -	- -	0 -	0 -
<i>NR</i>	- -	4 1,0 %	1 0,4 %	3 1,0 %
<i>0-1 года</i>	0 0,0 %	10 2,5 %	3 1,3 %	5 1,6 %
<i>1-3 года</i>	21 15,7 %	74 18,8 %	52 22,0 %	60 19,4 %
<i>3-5 лет</i>	19 14,2 %	79 20,1 %	55 23,3 %	56 18,1 %
<i>5-7 лет</i>	22 16,4 %	52 13,2 %	36 15,3 %	39 12,6 %
<i>7-10 лет</i>	16 11,9 %	46 11,7 %	26 11,0 %	39 12,6 %
<i>10+ лет</i>	56 41,8 %	132 33,5 %	64 27,1 %	111 35,8 %

Источник: Solactive, Bloomberg, расчеты FinEx

Характеристики FXFA: доходность, риск, дюрация

Мы сравнили ключевые показатели индекса Solactive с индексами Bloomberg Barclays US HY Fallen Angel 3% Cap Total Return Index Value Unhedged, FTSE Time-Weighted US Fallen Angel Bond Net Total Return Index - USD и ICE US Fallen Angel High Yield 10% Constrained Index. Стоит обратить внимание, что перечисленные индексы имеют совершенно разные методики расчета и требования к включению облигаций в индекс. Это видно по составам в таблице 5.

В сравнении с другими популярными индексами на этот класс активов, индекс Solactive является менее рискованным, т.к. **включает в состав только облигации верхней границы рейтинга высокодоходных облигаций**. Кроме того, в составе Solactive самая высокая доля облигаций со сроком погашения более 10 лет, хотя и в других индексах эти облигации имеют существенный вес.

За последние 9 лет (с 31.01.2012 по 14.04.2021) среднегодовая аннуализированная доходность индекса Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index составила 7,4%, за последние 5 лет – 6,8%, а за последний год – 27,9% (таблица 6). Средневзвешенная дюрация всего портфеля облигаций фонда FXFA на текущий момент составляет 7,9 лет, а доходность к погашению – 3,4%.

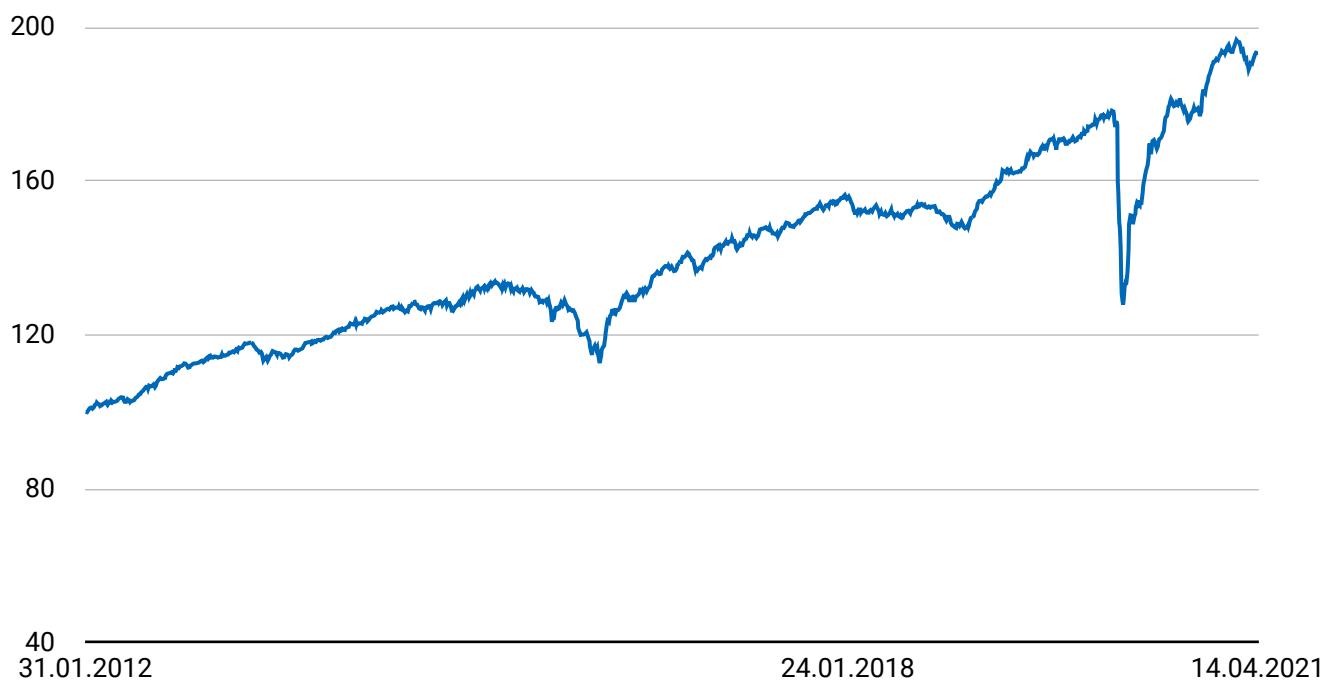
Таблица 6. Характеристики индекса Solactive на различных временных промежутках

Дюрация	7,9
Доходность к погашению (YTM)	3,4 %
Текущая средневзвешенная доходность	4,4 %
Средний срок до погашения (в годах)	11,6
Среднегодовая доходность (31.01.2012-14.04.2021)	7,4 %
Среднегодовая доходность (14.04.2016-14.04.2021)	8,6 %
Среднегодовая доходность (14.04.2018-14.04.2021)	8,0 %
Среднегодовая доходность (14.04.2020-14.04.2021)	27,9 %
Волатильность (31.01.2012-14.04.2021)	6,1 %
Максимальная просадка (31.01.2012-14.04.2021)	-28,3 %
Коэффициент Шарпа	1,05

Источник: Solactive, Bloomberg, расчеты FinEx

Историческая динамика индекса Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index представлена на графике 2. Индекс исторически имеет низкую волатильность на уровне 6%, а максимальная просадка за последние 9 лет составила 28,3% (S&P 500, к примеру, за тот же период максимально падал на 34%).

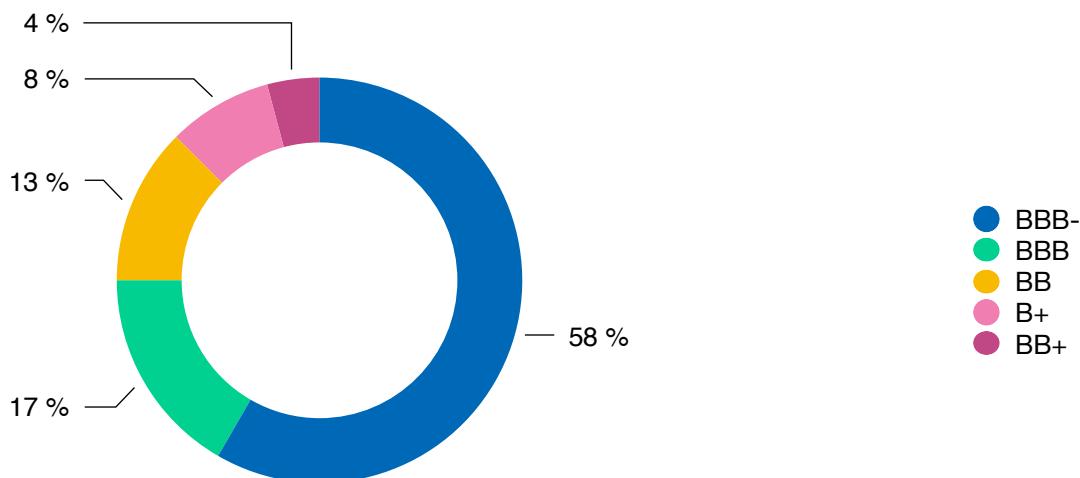
График 2. Динамика индекса Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index



С чем можно сочетать FXFA – тестирование портфелей

Попробуем продемонстрировать эффективность инвестиционного портфеля с использованием FXFA на исторических данных. Возьмем инвестора со среднесрочным горизонтом инвестирования (до 10 лет) и умеренным риск-профилем. Подходящее распределение в таком случае может быть равно 20/80 (20% – акции, 80% – облигации). Для формирования такого портфеля отлично подойдут фонды FXUS, FXFA и FXRU. До недавнего времени мы использовали фонд FXRU как единственный способ построить универсальные портфели с возможностью аллокации в валютные корпоративные облигации. С появлением альтернативы в виде фонда FXFA справедливо сравнить их поведение в инвестиционных портфелях.

Краткая справка по FXRU. Фонд [FXRU](#) – это долларовый, ликвидный биржевой индексный инструмент инвестиций в «корзину» 24 еврооблигаций российских эмитентов. Кредитный рейтинг большинства еврооблигаций в этом индексе – BBB- (рисунок 7).

Рисунок 7. Распределение состава фонда FXRU по кредитному рейтингу

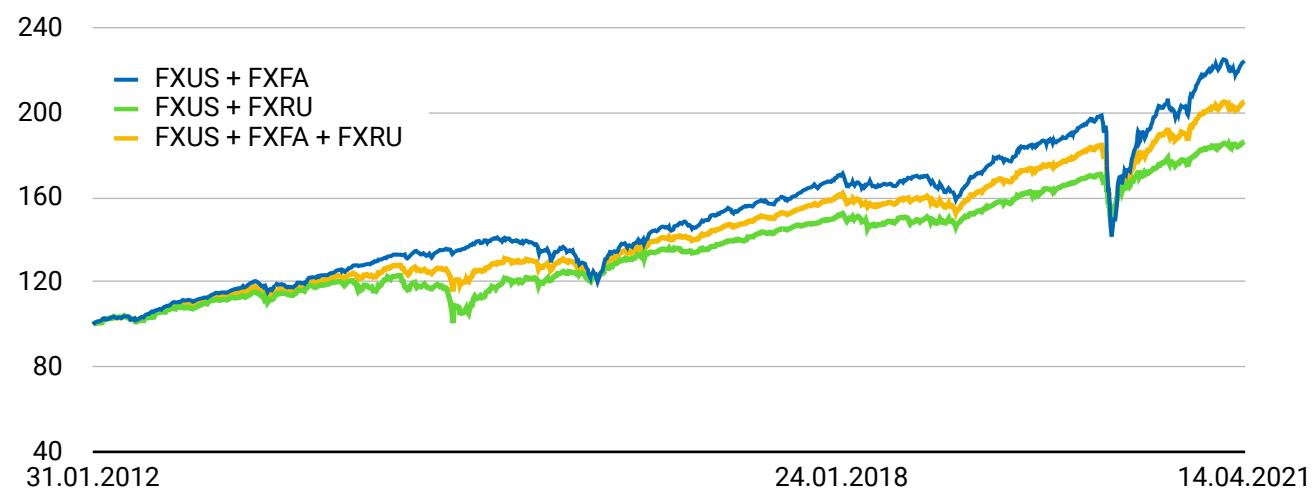
Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

Как видно из состава, в индекс EMRUS-Net, который отслеживает фонд FXRU, входят как облигации инвестиционного рейтинга (BBB и BBB-), так и высокодоходные облигации (BB+, BB, B+).

Средневзвешенная дюрация всего портфеля облигаций фонда FXRU составляет 2,26 года, а доходность к погашению – 2,01%.

Вернемся к составлению и тестированию портфелей. Для большей информативности, мы составили три портфеля, комбинируя фонды FXUS, FXFA, FXRU. Все портфели представляют из себя распределение 20% акций и 80% облигаций. Первый портфель состоит из 20% FXUS и 80% FXFA. Второй – 20% FXUS и 80% FXRU. Третий портфель состоит из всех трех фондов в пропорции 20/40/40.

Сравнение динамики портфелей на максимально возможном промежутке представлены на графике 3.

График 3. Динамика портфеля 20/80 при использовании FXUS + FXFA и FXUS + FXRU, FXUS + FXFA + FXRU (USD)*

*FXUS = SUSLMCN Index, FXFA = Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index, FXRU = EMRUS - Net, Solactive, Источник: Solactive, Bloomberg, расчеты FinEx

Портфель с FXFA опередил аналогичный портфель, в составе которого был FXRU, но оказался более волатильным. При этом, портфель с “падшими ангелами” и FXRU продемонстрировал лучшие показатели по доходности на единицу риска (коэффициент Шарпа) – выше, чем портфель, состоящий только из FXUS и FXFA или FXUS и FXRU (таблица 7).

Таблица 7. Характеристики портфеля 20/80 для FXUS/FXFA, FXUS/FXRU и FXUS/FXA/FXRU (USD)

Показатель	20/80, FXUS/FXFA	20/80, FXUS/FXRU	20/40/40, FXUS/ FXFA/FXRU
Годовая доходность (31.01.2012-14.04.2021)	9,17 %	6,98 %	8,11 %
Годовая доходность (14.04.2016-14.04.2021)	10,48 %	7,49 %	9,01 %
Годовая доходность (14.04.2018-14.04.2021)	10,39 %	8,43 %	9,46 %
Годовая доходность (14.04.2020-14.04.2021)	32,35 %	14,10 %	22,92 %
Волатильность (31.01.2012-14.04.2021)	6,41 %	5,47 %	5,31 %
Максимальная просадка (31.01.2012-14.04.2021)	-28,86 %	-18,28 %	-21,28 %
Коэф. Шарпа	1,28	1,09	1,34

* FXUS = SUSLMCN Index, FXFA = Solactive USD Fallen Angel Issuer Capped Index, FXRU = EMRUS - Net, Solactive, Источник: Solactive, Bloomberg, расчеты FinEx

Коэффициент Шарпа сбалансированного портфеля 20/40/40 выше, чем у портфелей, состоящих только из 2 фондов. Таким образом, FXFA может стать **эффективным дополнением** в облигационной части инвестиционных портфелей на длинных временных окнах. FXFA можно считать более диверсифицированным активом, нежели FXRU, в котором представлены только российские эмитенты. Отметим, что оба фонда взаимодополняемы: если FXFA генерирует дополнительную доходность за счет высокой премии за риск, то FXRU более стабилен и может подойти для непродолжительных сроков инвестирования, т.к. имеет меньшую волатильность и чувствительность к просадкам портфеля во время коррекций за счет меньшей дюрации.

Вывод

Новый фонд FXFA открывает широкие возможности для инвесторов, желающих диверсифицировать облигационную часть своих инвестиционных портфелей. Fallen Angels как класс активов является фаворитом многих финансовых организаций и теперь доступен розничным инвесторам в России, благодаря запуску нового фонда. FXFA, преимущественно состоящий из выпусков облигаций верхней границы неинвестиционного уровня, предлагает дополнительную доходность за счет повышенной премии за кредитный риск и ряда других факторов (диверсификация, доступ к интересным валютным долговым бумагам и контроль рисков). При этом фонд FXFA отлично дополняет существующие ETF на еврооблигации (FXRU, FXRB), увеличивая доходность на единицу риска инвестиционного портфеля.

Пожалуйста, обратите внимание: у каждого ETF свой цвет. В разные периоды доходность продуктов может существенно различаться; именно поэтому FinEx рекомендует стратегию диверсификации портфеля.

Доходности указаны на 20/04/2021

Доходность фондов FinEx ETF в рублях

5 лет	За 3 года	2020	С нач.2021	За 1 месяц
FXIT 302,9%	FXIT 172,7%	FXIT 74,2%	FXKZ 22,7%	FXDE 7,6%
FXCN 127,3%	FXUS 100,7%	FXCN 49,1%	FXIT 12,9%	FXIT 12,6%
FXRL 125,3%	FXGD 60,4%	FXGD 45,4%	FXUS 13,8%	FXUS 9,7%
FXUS 142,9%	FXCN 53,1%	FXUS 43,2%	FXDE 14,0%	FXKZ 7,5%
FXRB 61,2%	FXRL 84,5%	FXDE 31,9%	FXWO 10,2%	FXWO 6,2%
FXGD 59,2%	FXRU 47,8%	FXKZ 29,9%	FXRW 8,2%	FXGD 7,0%
FXDE 68,3%	FXDE 41,2%	FXRU 26,0%	FXRL 8,7%	FXRW 2,7%
FXMM 36,1%	FXRB 31,0%	FXTB 20,5%	FXCN 4,1%	FXTB 3,9%
FXRU 50,0%	FXMM 16,7%	FXWO 12,9%	FXTB 3,7%	FXRU 3,8%
FXKZ -	FXKZ -	FXRW 12,9%	FXRU 3,4%	FXRL 1,5%
FXTB -	FXTB -	FXRL 12,5%	FXMM 1,0%	FXMM 0,3%
FXWO -	FXWO -	FXRB 7,3%	FXRB 0,9%	FXRB 0,2%
FXRW -	FXRW -	FXMM 4,2%	FXGD -2,7%	FXCN -1,0%

*Доходность по FXWO за 2020 год представлена как изменение индекса Solactive Large Cap Select Index за указанный период

FINEX+ ETF RESEARCH

22 апреля 2021

Владимир Крейндель

+7 499 286-00-36

kreyndel@finxplus.ru

Данил Логинов

+7 499 286-00-36

d.loginov@finxplus.ru

Заявление об ограничении ответственности

Настоящее аналитическое исследование (далее по тексту – «материал») подготовлено аналитиком (-ами) ООО «УК «ФинЭкс Плюс» или аффилированных компаний, чье имя (чи имена) указано(-ы) в материале. Настоящий материал подготовлен на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Любые суждения или мнения, представленные в настоящем материале, актуальны на момент публикации материала. Если дата настоящего материала неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий материал был подготовлен независимо от ООО «УК «ФинЭкс Плюс», любые аналитические выводы и заключения, представленные в материале, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности суждений и мнений, ни один из аналитиков, ни ООО «УК «ФинЭкс Плюс», ни аффилированные компании, ни ее (их) директора и работники не устанавливали подлинность содержания настоящего материала и, соответственно, ни один из аналитиков, ни ООО «УК «ФинЭкс Плюс», ни аффилированные компании, ни ее (их) директора и работники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего материала, в связи с чем предоставленная информация не может считаться точной, справедливой и полной. Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и ценные бумаги либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать инвестиционным целям инвестора. Определение соответствия ценной бумаги либо операции интересам и инвестиционным целям инвестора является задачей самого инвестора. Никакая информация и никакое мнение, выраженное в настоящем материале, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг и иных финансовых инструментов, не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего материала, и за последствия решений, принятых вами на основе настоящего материала ни один из аналитиков, ни ООО «УК «ФинЭкс Плюс», ни аффилированные компании, ни ее (их) директора и работники ответственности не несут. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» обращает внимание, что инвестиции в рынок ценных бумаг связаны с риском. Стоимость активов может увеличиваться и уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Никакая информация, касающаяся налогобложения, изложенная в настоящем материале, не является консультированием по вопросам налогобложения. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями налоговых, бухгалтерских, финансовых и/или юридических независимых консультантов, которые будут учитывать особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов. Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем материале, необходимо обратиться в ООО «УК «ФинЭкс Плюс».

Любое копирование из настоящего материала без предварительного письменного согласия ООО «УК «ФинЭкс Плюс» запрещено.

Все права защищены.