Тимур СЕМЕНОВ,
аналитик, НБ «ТРАСТ»

В ПОСТДЕФОЛТНЫЙ ПЕРИОД, КОГДА СОВРЕМЕННЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ ТОЛЬКО ЗАРОЖДАЛСЯ, РАЗОБРАТЬСЯ В НЕМ БЫЛО НЕСЛОЖНО: КОЛИЧЕСТВО ЭМИССИЙ ИСЧИСЛЯЛОСЬ ДЕСЯТКАМИ, ПОЭТОМУ ТРЕЙДЕРЫ ДАЛЕКО НЕ ВСЕГДА ИСПЫТЫВАЛИ ПОТРЕБНОСТЬ В АНАЛИТИКЕ. НО УЖЕ В СЕРЕДИНЕ 2000-Х ГОДОВ В РОССИЮ ПОТЕКЛИ ЗАПАДНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ, И ДОЛГОВОЙ РЫНОК НАЧАЛ РАСТИ НА ДЕСЯТКИ ПРОЦЕНТОВ В ГОД. СТАЛИ СОЗДАВАТЬСЯ МНОГОЧИСЛЕННЫЕ КОМПАНИИ, КОТОРЫЕ ДОЛЖНЫ БЫЛИ УПРАВЛЯТЬ ПИФАМИ, ОФБУ, ПЕНСИОННЫМИ НАКОПЛЕНИЯМИ.
В ЭТОТ МОМЕНТ И ПОЯВИЛАСЬ ПОТРЕБНОСТЬ В СЕРЬЕЗНОМ АНАЛИЗЕ РЫНКА РОССИЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ И ЕВРОБОНДОВ СТРАН RUK (RUSSIA, UKRAINE, KAZAKHSTAN). ОДНИМ ИЗ ИНСТРУМЕНТОВ, ПРИЗВАННЫХ ОБЛЕГЧИТЬ ЭТОТ ПРОЦЕСС И ПОМОЧЬ В ОЦЕНКЕ КАЧЕСТВА УПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЯМИ, ЯВЛЯЮТСЯ ИНДЕКСЫ ОБЛИГАЦИЙ.

КРАТКОЕ ПОСОБИЕ для «строителей»

Индексы, как правило, применяются для решения двух основных задач. Первая связана с использованием этого инструмента в качестве бенчмарка для анализа общих тенденций на рынке. Вторая — с оценкой доходности и риска портфелей облигаций в сравнении с эталонными показателями (индексом).

ТИПЫ ИНДЕКСОВ

Поскольку индексы необходимы для того, чтобы сравнивать с ними портфели облигаций и анализировать различные сегменты рынка, то они должны соответствовать данным сегментам, определяющим портфели облигаций.

Основные параметры для разделения рынка облигаций:

- по типам эмиссий (государственные, субфедеральные, корпоративные, банковские);
- по отраслям (в соответствии с отраслями экономики);
- по спискам (в соответствии с котировальными списками на бирже (ММВБ) или Ломбардным/РЕПО списком ЦБ);
- по эшелонам (в соответствии с качеством облигаций);
- по рейтингам (в соответствии с международными рейтингами (S&P, Moody's, Fitch) эмиссий);
- по финансовым показателям эмитентов (в соответствии данными МСФО/РСБУ);
- по дюрации (дюрация к оферте/погашению выпуска).

> «ДЛЯ ТОГО ЧТОБЫ ИЗБЕЖАТЬ ВНЕСЕНИЯ В ИНДЕКС ОТКРОВЕННО НЕРЫНОЧНЫХ И НЕЛИКВИДНЫХ ВЫПУСКОВ, МОЖНО ВВЕСТИ ОГРАНИЧЕНИЯ НА ОБЪЕМ ЭМИССИИ И «РЫНОЧНОСТЬ» БУМАГИ»

ИНДЕКСНЫЕ ПАРАМЕТРЫ

Все рассчитываемые индексные параметры можно условно разбить на несколько категорий.

Показатели доходности/качества:

- совокупный доход (доход от изменения цены + купонный доход);
- цена (изменение цен);
- доходность (средняя доходность (к пут-опциону, кол-опциону или погашению) бумаг, входящих в индекс);
- текущая доходность (средняя текущая доходность бумаг, входящих в индекс);
- спреды (средние спреды выпусков, входящих в индекс, к кривой гособлигаций и другим бенчмаркам).

Показатели риска:

- дюрация или/и DV01 (как мера риска изменения процентных ставок);
- коэффициенты «альфа», «бета», Шарпа (как мера риска отдельных индексов по отношению к общему индексу рынка);
- Var (еще одна популярная мера риска).

Показатели активности:

- обороты/оборачиваемость индекса (обороты/оборачиваемость выпусков, входящих в индекс);
- ликвидность индекса (суммарный индекс ликвидности бумаг, входящих в индекс — см. индекс ликвидности «ТРАСТА»);
- индексное количество сделок (количество сделок среди выпусков, входящих в индекс).

Статистика индекса:

• количество выпусков в индексе;

• объем индекса (объем эмиссий облигаций, входящих в индекс).

РАСЧЕТ ИНДЕКСОВ

Процедура расчета индекса состоит из следующих основных этапов:

• правила отбора выпусков в состав индекса и правила исключения из состава (когда и как выпуски попадают в индекс, когда и как исключаются, как часто пересматриваются составы);

• определение весов выпусков в индексе (как определяются веса выпусков, как и почему они могут меняться);

• определение расчетных цен выпусков (откуда мы берем расчетные цены, происходит ли их фильтрация);

• расчет индекса (формулы и алгоритмы расчета, процедура расчета).

При анализе ключевых особенностей индексов и их расчета на первый взгляд может показаться, что процесс создания индексов и их поддержки достаточно прост. Однако здесь существуют подводные камни, о которых стоит упомянуть.

КАЧЕСТВО КОТИРОВОК

Основной проблемой расчета индексов является качество котировок. Ликвидность российского рынка облигаций оставляет желать лучшего, поэтому постоянно адекватные котировки встречаются лишь у выпусков первого эшелона. В случае менее ликвидных облигаций остро встает проблема фильтрации данных — иначе индексы будут отражать не среднее движение рынка, а то, насколько плохие у нас котировки. Стоит отметить, что фильтрация помогает лишь при условии, что у нас в наличии много данных (котировок) по выпуску, и некоторые из них не самого лучшего качества. Если же бумага практически не торгуется, то и фильтровать будет нечего.

МНОЖЕСТВЕННОСТЬ ИСТОЧНИКОВ

Есть ситуации, когда в нашем распоряжении имеется несколько источников данных для определения котировок. Например, для определения цены акции мы можем использовать (если акция хорошо торгуется) как ММВБ, так и РТС, причем на ММВБ есть два режима торгов («стакан» и РПС), а на РТС — три (классический рынок, биржа РТС и режим boards). Для рублевых облигаций ситуация более простая, но проблема может проявиться при выборе источников котировок для евробондов RUK (есть как минимум два источника — Reuters и Bloomberg, — к которым можно добавить прочие внебиржевые источники).

ПРОЦЕДУРА ОПРЕДЕЛЕНИЯ СОСТАВА ИНДЕКСА

Еще один из основных вопросов — процедура определения состава индексов.

Включение облигаций в индекс

Варианты того, когда и как выпуски попадают в индексный список, могут быть разными. В облигационных индексах НБ «ТРАСТ» это случается лишь при выходе облигации на вторичные торги, но можно включать облигации в индекс и в момент размещения.

Вполне возможно, что для того чтобы избежать внесения в индекс откровенно нерыночных и неликвидных выпусков, можно ввести ограничения на объем эмиссии и «рыночность» бумаги. Например, в индексе Trust Ruble Index (TRI) ограничение на объем эмиссии составляет 100 млн руб., а в индексе Trust Ruble Index Plus (TRI+) — 500 млн руб.

> ОСНОВНОЙ ПРОБЛЕМОЙ РАСЧЕТА ИНДЕКСОВ ЯВЛЯЕТСЯ КАЧЕСТВО КОТИРОВОК

Исключение облигаций из индексного списка

Помимо правил включения в индексный список, важно также определиться с тем, когда и по каким причинам облигации могут быть исключены из него. Так, например, в индексах «ТРАСТА» выпуск исключается из индексного списка в том случае, если ему осталось менее чем 182 дня до погашения (что, кстати, на данный момент не считается удачным ограничением).

ПЕРЕСМОТР ИНДЕКСНОГО СПИСКА

Кроме изначального включения облигаций в список и окончательного из него исключения, мы можем определить периодичность и правила включения бумаги в состав индекса. Например, с целью поддержания состава индекса TRI+ в актуальном состоянии мы раз в месяц пересчитываем состав индекса на основании показателей оборачиваемости и торговой активности облигаций. Но в таком случае мы можем столкнуться с проблемой определения котировок, по которым облигации попадают в индекс и исключаются из него. На неликвидном рынке придется пристально следить за правильностью котировок, что, впрочем, мало помогает в случае с неликвидными бумагами.

МАРКИРОВКА ВЫПУСКОВ

Даже если мы определились с правилами отбора и исключения облигаций из индекса, остро встает проблема маркировки бумаг на предмет попадания в тот или иной индекс (отраслевой, эшелонный и прочие). Например, куда должны попадать облигации АФК «Система» — в индекс промышленных или телекоммуникационных компаний (основной источник прибыли — МТС)? Но даже при наличии четкой методологии по отнесению облигаций к тому или иному эшелону не всегда однозначно воспринимается маркировка отдельных выпусков согласно методологии (часто будут попадаться компании, которые с равной степенью можно отнести к нескольким индексам, например к индексу второго и третьего эшелона).

ИНТЕРПРЕТАЦИЯ ДАННЫХ И ВОСПРОИЗВОДИМОСТЬ

Краткосрочная перспектива неидеальна

Если мы возьмемся анализировать краткосрочную динамику индексов, то есть риск неправильно их интерпретировать. Допустим, за какой-то небольшой период индексы (параметр — цена) выросли на 20%. Но это не значит, что рынок вырос на 20%! Ведь может быть так, что в этот период торговались лишь 50% выпусков, входящих в индекс, и их удорожание составило 40%, но, взвешивая по всей совокупности бумаг, входящих в индекс, мы увидим рост индекса лишь в 20%.

Долгосрочная перспектива тоже не всегда годится

При анализе долгосрочной динамики индексов мы также не всегда можем получить истинную картину: за длительный период состав индекса может кардинально поменяться, и, допустим, падение индекса на 10% нельзя будет интерпретировать как падение рынка на 10%. Почему? Данное снижение может произойти в силу разных причин, связанных с изменением состава индекса. Приведем пример из практики расчета

индексов TRI+. В конце 2008 года, когда котировки пережили падение, ценовой индекс TRI Plus Composite заметно снизился. Но когда в начале 2009 года на рынке начался рост котировок, рост ценового индекса не оказался таким же бурным, как его падение до этого. Дело в том, что когда рынок упал, активность в выпусках третьего эшелона исчезла, и в составе индекса остались лишь наиболее ликвидные выпуски первого и второго эшелонов. Таким образом, сначала в индексе отразилось падение цен выпусков всех эшелонов, но при восстановлении рынка на индексе отразился лишь рост выпусков первого и второго эшелонов, которые до этого просели меньше всего.

> КОГДА СОЗДАВАЛИСЬ ИНДЕКСЫ «ТРАСТА», МАЛО КТО ПРЕДСТАВЛЯЛ, КАК БУДУТ ВЫГЛЯДЕТЬ ДЕФОЛТЫ ПО ОБЛИГАЦИЯМ И КАКИЕ МОГУТ БЫТЬ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ДОЛГОВ

Если же, к примеру, на рынке произошли изменения и стали преобладать выпуски с большой дюрацией (что и происходило в 2005–2007 гг.), то делать выводы по изменению волатильности индекса, не принимая во внимание этот факт, довольно опрометчиво.

Воспроизводимость

Если же мы захотим использовать индексы для воспроизведения их в своем собственном портфеле облигаций, то можем столкнуться с проблемами другого рода: на самом деле, лишь в облигациях первого эшелона цены выпусков в индексе будут отражать котировки, по которым мы могли реально купить и продать. Если сделки прошли по цене X, это не значит, что мы могли купить или продать по этой цене, а означает лишь то, по какой цене участник рынка A договорился совершить сделку с участником рынка B. А может быть, у нас нет возможности получить столь же хорошие котировки от наших контрагентов (если мы, например, являемся небольшим участником рынка, и с нами никто не хочет «связываться») или мы не обладаем умением торговаться и не смогли бы выторговать такую хорошую цену? Ну, о «рисовании» цен в выпусках перед закрытием отчетного периода можно написать отдельную статью (и не одну).

ПОДДЕРЖКА ИНДЕКСОВ

Создать индекс — половина дела. Очень важно их правильно поддерживать!

Проблемы методологии

В процессе создания индексов разработчики часто не задумываются (да и не всегда это возможно) о том, как методология будет существовать в будущем. Когда создавались индексы «ТРАСТА», мало кто представлял, как будут выглядеть дефолты по облигациям и какие могут быть реструктуризации долгов. Грянул кризис, и методология, исправно работавшая долгие годы, дала сбой. Например, в методологии мы прописали одни цифры для ограничения попадания в индекс неликвидных выпусков, а в момент кризиса не так много облигаций смогли преодолеть этот барьер. В результате, индекс практически «выродился». Можно привести еще множество подобных примеров.

Человеческий фактор

Пресловутый «человеческий фактор» особенно критичен в индексах, где важную роль играют эксперты, которые, не желая заниматься их поддержкой, зачастую будут перекладывать эту обязанность на менее квалифицированных сотрудников. Допустим, эксперт (или чернорабочий отдела аналитики), который поддерживает индексы, совершил ошибку и внес выпуск облигации не в тот индекс (перепутал эшелоны). Что делать в этом случае: исправлять индекс или жить с этой ошибкой, пока выпуск не погасится? При выводе выпуска из состава индексов из-за дефолта может возникнуть ситуация, когда цену выхода должен будет определять эксперт, при этом заносить ее вручную. А если он ошибется в определении цены? Такие случаи довольно неоднозначны, хотя и не редки. А сколько примеров откровенного разгильдяйства и невнимательности?

Экспертная поддержка

Для поддержания индексов в актуальном состоянии необходимо проводить довольно серьезный мониторинг новостей и корпоративных событий. Как изменилось состояние эмитента: не пора ли его бумаги перевести в другой эшелон или сектор (если его бизнес кардинально поменялся)? Но создать серьезную, постоянную экспертную поддержку индексов довольно сложно (должны быть эксперты, которые готовы осуществлять эту поддержку — см. п. «Человеческий фактор»).

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО СОЗДАНИЮ ИНДЕКСОВ

После того как мы в общих чертах обрисовали картину создания индексов, предложим и варианты обхода подводных камней. Наш опыт создания и поддержки индексов показывает, что следующие рекомендации будут полезны будущим «строителям»:

- старайтесь избегать в методологии частого изменения состава индекса (очень непросто отслеживать цены входа в индекс и выхода из него);
- продумывайте ключевые цифры методологии (например, ограничение на минимальный объем выпусков, входящих в индекс) с прицелом на будущее;
- создайте ограничения, соответствующие реальности (например, ограничения на управляющие пенсионными средствами компании (УК));
- создайте процедуру изменения методологии и упомяните об этом в самой методологии;
- история индексов должна быть глубокой;
- создайте инфраструктуру распространения индексов (Интернет, электронная почта, Reuters, Bloomberg, Cbonds.ru).

РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ПОДДЕРЖКЕ ИНДЕКСОВ

Организуйте поддержку индексов:

- напишите регламент поддержки и узаконьте его;
- назначьте ответственных и продумайте систему мотивации;
- создайте механизмы автоматической проверки расчета индексов и различные автоматические отчеты по индексам (последние изменения в составе и так далее) для оперативного обнаружения ошибок.

ПРОДВИЖЕНИЕ ИНДЕКСОВ

- Используйте индексы в аналитических материалах.
- Создайте интересный регулярный продукт по индексам (например, ежемесячный «Индекс-монитор»).
- Продвигайте свои индексы в профильных СМИ.