Константин ВАСИЛЬЕВ,
начальник отдела Cbonds,
партнер Cbonds, к.э.н.

Облигационные индексы традиционно являются одним из любимых инструментов аналитиков. Они позволяют легко и быстро отследить динамику того или иного рынка и сегмента, а также необходимы для оценки эффективности работы управляющих портфелями и фондами. Правда, в России ПИФы и другие инструменты инвестиций, такие как ETF (exchange-traded fund), основанные на облигационных индексах, пока не развиты, в первую очередь из-за низкой ликвидности облигационного рынка и более высоких ожиданий по доходности институциональных инвесторов.

ДРУЖНАЯ СЕМЕЙКА

ОБЛИГАЦИОННЫЕ ИНДЕКСЫ

В настоящее время на внутреннем рынке представлены индексы семи участников: биржи ММВБ, ИА Cbonds, четырех российских финансовых институтов (банк «ЗЕНИТ», Банк Москвы, НБ «ТРАСТ», ГК «РЕГИОН») и одного международного (JP Morgan). По количеству индексов лидирует Банк Москвы: семейство BMBI включает в себя более 60 индексов. По охвату различных сегментов и рынков первенство у НБ «ТРАСТ», который рассчитывает индексы как облигаций (TRI, 43 индекса), так и еврооблигаций (TDI, 41). ММВБ, банк «ЗЕНИТ» (ZETBI) и Cbonds считают индексы по основным секторам. Кроме этого, Cbonds рассчитывает также шесть индексов по еврооблигациям по России, Украине и Казахстану. Большая линейка индексов по развивающимся рынкам, в том числе по СНГ (EMBI, RUBI, GBI-EM и др., 24), у международного инвестиционного банка JP Morgan. Единственный участник рынка, который рассчитывает вексельные индексы — ГК «РЕГИОН».

Еще порядка пяти участников рынка перестали рассчитываться индексы: «НИКойл» (3 индекса), АВК (7 индексов), РОСБАНК (1 индекс), Rusbonds (RUSBI рассчитывался до 23.10.2009), ГК «РЕГИОН» (7 индексов).

На наш взгляд, существующий перечень индексов покрывает практически весь рынок на текущей стадии развития. Дополнительное развитие и востребованность индексы могут получить с активным распространением в России индексных фондов и ETF (exchange-traded fund), основанных на облигационных индексах. Сейчас в России, по данным Investfunds.Ru, работает 45 индексных фондов акций с СЧА в 5.5 млрд руб. и ни одного индексного фонда облигаций.

Таблица 1
Обзор облигационных индексов участников рынка

Тип индекса	ММВБ	Cbonds	Банк «ЗЕНИТ»	Банк Москвы	НБ «ТРАСТ»	JP Morgan	ГК «РЕГИОН»
Корпоративные облигации	3	1	2	54	31		
Муниципальные облигации	1	1	1	6	9		
Государственные облигации	1		1	1	3	1	
в т.ч. отраслевые индексы				15	25		
в т.ч. индексы списочных листов				5	4		
в т.ч. индексы эшелонов				9	3		
в т.ч. рейтинговые индексы				26			
Вексельные индексы							4
Индексы еврооблигаций РФ		3			27	11	
Индексы еврооблигаций др. стран СНГ		3			14	13	

Таблица 2
Ежегодная относительная динамика индексов

Год	MICEX CBI TR	ZETBI-Corp TR	TRI Non-Sov TR	BMBI Sector_—Corp TR	IFX-Cbonds	Cbonds-Muni	Euro-Cbonds Sovereign Russia	Euro-Cbonds IG Russia	Euro-Cbonds NIG Russia
2002		21%			22%				
2003	18%	21%	19%		22%				
2004	6%	12%	12%		13%	12%			
2005	7%	12%	13%		11%	14%			
2006	9%	9%	8%		8%	6%			
2007	6%	8%	8%	7%	7%	6%			
2008	-12%	0%	-3%	-4%	-7%	-13%	-17%	-27%	-30%
2009	24%	23%	19%	29%	28%	37%	27%	49%	65%
2010	4%	4%	3%	3%	3%	4%	1%	1%	2%
2008–2010	14%	27%	19%	28%	23%	23%	6%	10%	18%

IFX-CBONDS

В апреле 2002 года ООО «Индексное агентство РТС-Интерфакс» и ООО «Cbonds.ru» договорились о создании первого в России индекса корпоративных облигаций на внутреннем рынке, RUX-Cbonds, который в 2009 году был переименован в IFX-Cbonds.

IFX-Cbonds — это индекс «полной доходности» (TR, total return index) рынка корпоративных облигаций, номинированных в рублях. При создании методологии расчета индекса IFX-Cbonds авторы придерживались рекомендаций European Bond Comission.

Индексы полной доходности являются ключевыми индексами в семействах рассчитываемых корпоративных индексов. Они отражают эффективный прирост капитала, вложенного в данный сегмент финансового рынка, к соответствующей дате по отношению к базовой дате (1 января 2002 года).

Кроме основных индексов, осуществляется расчет сопутствующих показателей, характеризующих средневзвешенную доходность к погашению и средневзвешенную дюрацию индексного портфеля. Также некоторые участники рынка считают спред к индикативным выпускам на местных и внешних рынках, приводят данные по капитализации и количеству бумаг, входящих в индекс.

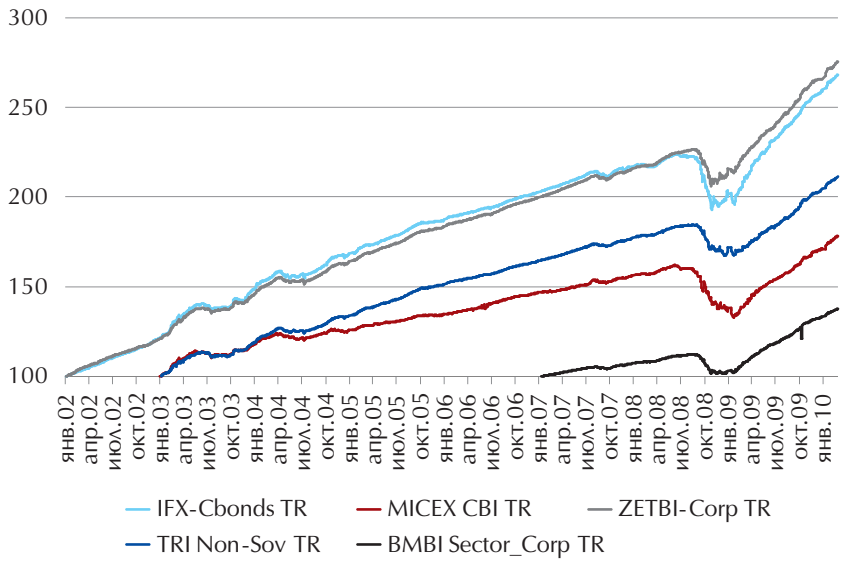

Рисунок 1
Динамика корпоративных индексов участников рынка (TR)

Существуют три основных типа индексов в зависимости от охвата рынка:

- Общерыночные индексы (all-bond index) включают в себя все или практически все обращающиеся выпуски облигаций.
- Индексы слежения (tracker indices). Согласно рекомендациям European Bond Comission, в этот индекс должно входить порядка 20 выпусков облигаций, охватывающих не менее 25% объема рынка. Бумаги включаются на основе объема в обращении, при этом выпуски с недо-

Таблица 3
Характеристики индексов Cbonds на 01.02.2010

№	Индекс	Дата начала расчета	Кол-во эмиссий	Совокупный объем эмиссий по номиналу, млрд руб.	Доля от объема всего сегмента в обращении	Объем рынка в обращении, млрд руб.	Эмитенты, включенные в индекс
1	IFX-Cbonds*	01.01.2002	30	161.5	7.1%	2 259.8	АИЖК, Банк ЗЕНИТ, Банк Петрокоммерц, Банк Ренессанс Капитал, ВБД ПП, ИКС 5 ФИНАНС, ИТЕРА ФИНАНС, Лукойл, МБРР, МДМ-Банк, Мечел, Мосэнерго, МТС, НОМОС-БАНК, Промсвязьбанк, РЖД, Синтерра, СОЛЛЕРС, Стройтрансгаз, ТрансКредитБанк, ХКФ Банк, ЧТПЗ, Энел ОГК-5
2	Cbonds-Muni	01.09.2003	20	260.4	61.9%	420.6	Тверская обл., Костромская обл., Красноярский край, Москва, Московская обл., Нижегородская обл., Томская обл., Ярославская обл.
	Итого по индексам внутр. рынка		50	421.9	15.7%	2 680.4	
3	Euro-Cbonds Sovereign Russia	01.01.2008	5	31.9	100.0%	31.9	Россия
4	Euro-Cbonds IG Russia	01.01.2008	40	35.6	35.6%	99.7**	Банк Москвы, ВТБ, Газпром, Газпромбанк, ЛУКОЙЛ, Россельхозбанк, Сбербанк, ТНК-ВР, Транснефть
5	Euro-Cbonds NIG Russia	01.01.2008	30	14.5	14.5%	99.7**	АК БАРС БАНК, АЛРОСА, Альфа-Банк, АФК Система, Банк Русский Стандарт, Вымпелком, Евраз, ЕвроХим, МТС, НКНХ, Новороссийский морской торговый порт, Промсвязьбанк, Распадская, Ренессанс Капитал, Северсталь, ТМК, ТрансКредитБанк, ХКФ Банк
6	Euro-Cbonds Sovereign Ukraine	01.01.2008	5	3.8	68.4%	5.6	Украина
7	Euro-Cbonds Corporate Kazakhstan	01.01.2008	21	9.3	34.4%	27.0	АТФ Банк, Банк Развития Казахстана, Банк ЦентрКредит, Евразийский банк развития, Интергаз Центральная Азия, Казахстан темир жолы, КазКоммерцБанк, КазМунайГаз, Нурбанк, Халык банк
8	Euro-Cbonds Corporate Ukraine	01.01.2008	7	2.5	27.0%	9.1	Мироновский хлебопродукт, ПриватБанк, УкрСиббанк, Укрэксимбанк
	Итого по индексам еврооблигаций		108	97.5	56.3%	173.3	

*** — пересмотр индексного списка эмиссий IFX-Cbonds осуществляется ежеквартально, по всем остальным — ежемесячно.**

**** — Объем рынка корпоративных еврооблигаций РФ, все объемы по еврооблигациям в $ млрд.**

статочной ликвидностью исключаются. Также подлежат исключению выпуски с особыми характеристиками (например, исключаются из локального индекса облигации с валютной привязкой, а из индексов еврооблигаций — с валютой, отличной от доллара США).

- Сигнальные индексы (bellwether indices) охватывают порядка пяти наиболее ликвидных бумаг.

Для корпоративного рынка индексное агентство «РТС-Интерфакс» и ИА Cbonds выбрали индекс слежения, для рынка еврооблигаций и рынка муниципальных облигаций — общерыночные индексы. При исключении бумаг из списка в связи с недостаточной ликвидностью используется следующее правило: сделки по ним должны заключаться не менее чем в половину торговых дней месяца.

Как видно из Таблицы 2, индексы показывают схожую динамику до 2008 года. Расхождения за последние два года связаны с влиянием финансового кризиса, результатом которого стала волна дефолтов на облигационном рынке и рост рисковых премий. У всех рассчитывающих компаний свои принципы выбора расчетных цен и регулярность пересмотра индексных списков. Так, по IFX-Cbonds список пересматривается раз в квартал — падение за год составило 7%, у ММВБ — 12%. У банков же индексы снизились на меньшую величину, что может быть частично объяснено более частным «коньюнктурным» пересмотром индексного списка.

Также нельзя не отметить явный перекос в динамике индексов в 2009 году — индексы еврооблигаций выросли почти на 50%, тогда как рублевые индексы — на 20–30%. Эта динамика подтверждалась и бурным интересом к рынку еврооблигаций со стороны практически всех групп инвесторов. В начале 2010 года предпочтения инвесторов, видимо, опять смещаются в сторону местного рынка — рост за два месяца составил 4% против 1% по еврооблигациям.

Итак, для чего же считают индексы? Помимо имиджевого эффекта и маркетинговой составляющей — рост цитируемости названия индекса и компании, его рассчитывающего, — в первую очередь разработчик индекса все же преследует прямые коммерческие цели. Агентства и представители инфраструктуры рынка, как правило, продают информацию по данным индексам (состав индексных списков, архив значений, онлайн-значения и т. д.). Участники рынка (инвестиционные банки, брокеры и другие), в свою очередь, используют индексы для построения торговых стратегий, базирующихся на индексах, то есть ожидают рост сделок через свои компании по данным торговым идеям. Существует также практика построения структурированных продуктов (CLN и других), основанных на портфеле бумаг, копирующих индексную корзину. Кроме того, оформляя права собственности на индекс, фирмы-разработчики могут продавать право использовать свой индекс другим компаниям.

На данном этапе текущее семейство индексов участников рынка достаточно полно описывает его коньюнктуру. Для дальнейшего развития индустрии необходимо более активное вовлечение институциональных инвесторов в процесс использования данного инструментария.

«СЕЙЧАС В РОССИИ, ПО ДАННЫМ INVESTFUNDS.RU, РАБОТАЕТ 45 ИНДЕКСНЫХ ФОНДОВ АКЦИЙ С СЧА В 5.5 МЛРД РУБ. И НИ ОДНОГО ИНДЕКСНОГО ФОНДА ОБЛИГАЦИЙ»

Марс БУЛАТОВ,
аналитик инвестиционного управления,
ООО УК «АК БАРС КАПИТАЛ»

МНЕНИЕ

Использование индексов в качестве бенчмарков для сравнения успешности той или иной инвестиционной стратегии является общемировой практикой. И Россия не исключение. Кроме того, на основе биржевых индексов создаются различные инвестиционные продукты, в частности индексные фонды, которые предлагаются клиентам. В чем преимущества индексных продуктов? Во-первых, как показывает мировой опыт управления активами, на длительных промежутках времени индексы демонстрируют доходность выше, чем активное управление. Во-вторых, инвестор хорошего индексного фонда будет всегда на уровне рынка, не хуже и не лучше. Он получает прозрачный и понятный продукт. В-третьих, индексные фонды существенно дешевле фондов с активным управлением, поскольку задача управляющего — это поддержка структуры индексного фонда в соответствии со структурой индекса. Стоит отметить, что ценность индексного фонда не в том, чтобы он показывал доходность выше, чем сам индекс, а в том, чтобы такой фонд максимально точно копировал индекс. Для сравнения индексных фондов используется такой показатель, как tracking error, который демонстрирует, насколько точно индексный фонд повторяет движение самого индекса. Чем меньше tracking error, тем лучше считается фонд. К сожалению, можно констатировать, что в России инвесторы не осознают выгоды индексного инвестирования. Посмотрите СЧА открытых индексных фондов к общему СЧА открытых фондов, и вы убедитесь в этом. УК «АК БАРС КАПИТАЛ» была единственной компанией, в линейке ПИФов которой присутствовали индексные фонды акций и облигаций. Изначально предполагалось, что наличие в линейке двух индексных фондов позволит инвесторам создавать индексные портфели, строить индексные стратегии. Но, к сожалению, в отличие от фонда «АК БАРС — Индекс ММВБ», инвесторы не проявили интереса к фонду «Индекс RUXCbonds». И понять их можно: рынок акций показывал доходность на порядок больше, чем облигационный. Кроме того, выявились сложности в управлении индексным фондом облигаций. В частности, несмотря на декларацию о том, что в индекс RUXCbonds входят ликвидные выпуски, довольно часто управляющий оказывался в ситуации, когда при изменении состава индекса он не мог вовремя приобрести ту или иную облигацию в состав фонда или же бумага не имела признаваемой котировки. Сложности возникали и из-за особенностей расчета индекса RUXCbonds, в периодичности пересмотра базы расчета индекса. Это приводило к несоответствию состава и структуры фонда инвестиционной декларации. Причем количество несоответствий увеличилось с началом кризиса. Он показал, что основная проблема данного фонда заключалась в низкой ликвидности российского рынка облигаций по сравнению с рынком акций. Из-за отсутствия спроса на фонд «Индекс RUXCbonds» в середине 2009 года было принято решение о смене типа фонда с индексного облигационного на отраслевой фонд акций. Перспективы возрождения индексного фонда облигаций зависят от темпов роста ликвидности рынка облигаций и осознания инвесторами выгоды индексного (пассивного) инвестирования.