аналитический департамент по долговым рынкам,
Credit Suisse

В последние годы рынок корпоративного долга стран Emerging Markets рос колоссальными темпами. В ноябре 2001 года Credit Suisse приступил к расчету корпоративного индекса по развивающимся рынкам (CS-EMCI), который предлагает ориентир для корпоративных облигаций Emerging Markets, отражающий характеристики, прайсинг и суммарный доход по различным классам активов корпоративных заемщиков из стран EM. Сегодня индекс CS-EMCI дает инвесторам объективное представление о волатильности рынков, тенденциях по отраслям и существующем уровне риска.

ОРИЕНТИР — развивающиеся рынки

ДИВЕРСИФИЦИРОВАННАЯ КОРЗИНА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ СТРАН EM, НОМИНИРОВАННЫХ В ДОЛЛАРАХ США

Ежедневные котировки по всем включенным в индекс инструментам предоставляются трейдерами Credit Suisse из различных регионов и основаны на реальных сделках и деятельности в области маркет-мейкинга.

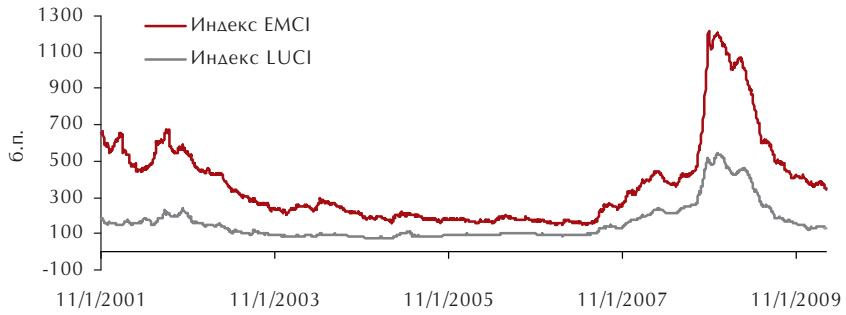
В состав индекса входят в первую очередь ликвидные, торгующиеся корпоративные облигации, выпущенные компаниями из Латинской Америки, Восточной Европы и Азии (за исключением Японии) в долларах США. Предоставляя пользователям данные по различным категориям и классам активов, индекс является важным ориентиром как для инвесторов, специализирующихся исключительно на корпоративных долговых обязательствах развивающихся рынков, так и для инвесторов, занимающихся различными активами и рынками.

CS-EMCI использует технологию Workbench, позволяющую рассчитывать различные индексы по следующим параметрам: рейтинг, срок погашения, категория, отрасль и регион, что дает возможность проводить детальный сравнительный анализ по различным классам активов, а также по странам и регионам. Последнее обеспечивает инвесторам в корпоративный долг развивающихся рынков уникальное видение рынка. CS-EMCI позволяет также гибко приспосабливать базовые портфели под индивидуальные нужды клиентов для решения специфических инвестиционных задач. Кроме того, все данные по индексу CS-EMCI доступны через платформу LOCuS.

РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ EMERGING MARKETS

Корпоративный долг развивающихся рынков традиционно считается более рискованными инвестициями, чем долговые обязательства заемщиков США или Западной Европы инвестиционного уровня, так как держатели облигаций EM должны принимать во внимание политические и экономические риски страны в дополнение к рискам инфляции и дефолта. Кроме того, в юрисдикциях развивающихся рынков процедура банкротства часто не

Рисунок 1
Спреды CS-EMCI vs спреды по индексу ликвидных корпоративных облигаций США (LUCI)



предоставляет того же уровня защиты кредиторов, как на развитых рынках. По этим причинам инвесторы в корпоративный долг Emerging Markets в качестве вознаграждения за повышенный уровень риска традиционно получают более широкие спреды.

С ноября 2001 года, когда мы начали рассчитывать CS-EMCI, спреды по корпоративным облигациям развивающихся рынков сузились до исторического минимума. Эта тенденция наблюдалась во всех странах Латинской Америки, Восточной Европы и Азии (за исключением Японии), несмотря на разницу в политической обстановке в данных странах. За данный период бенчмарк для корпоративных спредов EM и корпоративных спредов США и Западной Европы также значительно сузился.

На фоне растущего спроса со стороны инвесторов и улучшения ситуации на кредитных рынках все больше корпоративных заемщиков из стран с развивающимися рынками привлекают финансирование через выпуск облигаций. В то же время, многие страны Emerging Markets выкупили свои еврооблигации. Как следствие, сегмент корпоративного долга EM рос значительно более быстрыми темпами, чем рынок суверенного долга EM. Когда мы начали рассчитывать индекс в ноябре 2001 года, CS-EMCI включал 154 корпоративные эмиссии объемом $48 млрд. По данным на март 2010 года в состав индекса CS-EMCI входят 776 эмитентов с капитализацией рынка около $390 млрд.

ПРОЦЕСС ОТБОРА ОБЛИГАЦИЙ ДЛЯ ВКЛЮЧЕНИЯ В CS-EMCI

Тип эмитента

• В индекс включаются облигации, выпущенные корпоративными эмитентами из Латинской Америки, Восточной Европы и Азии (за исключением Японии).

• В индекс также включаются облигации, выпущенные квазисуверенными и наднациональными эмитентами из Восточной Европы, Латинской Америки или Азии (за исключением Японии). Эмитент считается квазисуверенным, если государству принадлежит более 50% компании. Заемщик может рассматриваться как квазисуверенный, если по его долговым обязательствам имеются неявные госгарантии.

• Государственные облигации в индекс не включаются.

Критерии включения облигаций в индекс

• В индекс включаются только облигации, номинированные в долларах США.

• Минимальный объем эмиссии в обращении — $100 млн.

• Все облигации должны быть выпущены под юрисдикцией страны из Восточной Европы, Латинской Америки или Азии (за исключением Японии).

• Кредиты в индекс не включаются.

• До погашения всех недефолтных облигаций должен оставаться как минимум год. Для дефолтных облигаций отсутствует требование по дате погашения, однако они исключаются из индекса после реструктуризации и выпуска новых облигаций взамен данной эмиссии.

• Минимальный срок обращения облигаций — два года.

• Если облигации выпускаются одновременно по правилу Reg S и 144A, в индекс включается вариант, выпущенный по правилу Reg S. При выпуске публичных облигаций в индекс будет включена публичная эмиссия, а частная эмиссия — исключена.

• В индекс включаются только ликвидные облигации. Если до даты колл-опциона осталось меньше года и облигации активно не торгуются, они исключаются из индекса.

Корректировка состава индекса

Список облигаций для индекса CS-EMCI обновляется один раз в конце каждого месяца, чтобы индекс точно отражал новые эмиссии на рынке корпоративных облигаций EM. Дополнения в состав индекса на уровне облигаций производятся ежемесячно в первый рабочий день месяца. По каждому региону аналитики Credit Suisse предоставляют информацию об изменениях, связанных с доразмещениями, выкупами, новыми размещениями, об-

Рисунок 2
Базис между CS-EMCI и LUCI

«ВОЗМОЖНОСТЬ ПРОВОДИТЬ ДЕТАЛЬНЫЙ СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ПО СТРАНАМ И РЕГИОНАМ ОБЕСПЕЧИВАЕТ ИНВЕСТОРАМ В КОРПОРАТИВНЫЙ ДОЛГ EM УНИКАЛЬНОЕ ВИДЕНИЕ РЫНКА»

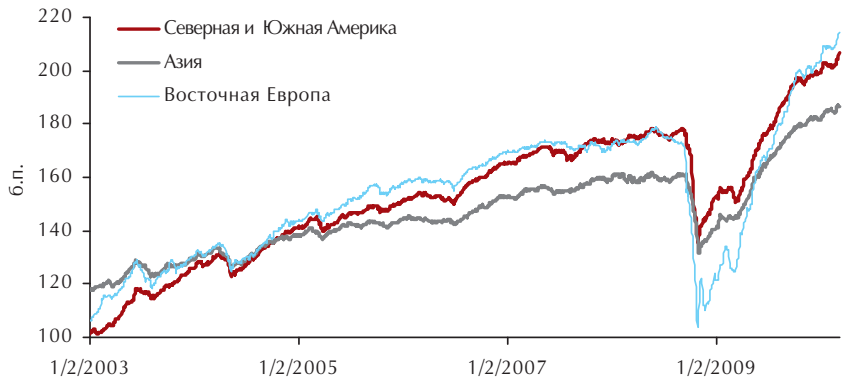


Рисунок 3
Доходность по CS-EMCI по регионам

менами, исполненными опционами или любыми изменениями рейтинга. Эти параметры остаются неизменными в течение месяца. Новый состав индекса представляет собой список облигаций прошлого месяца с учетом всех новых добавлений и исключений, сделанных согласно критериям включения облигаций в состав индекса.

Транзакционные издержки

Индекс не учитывает транзакционные издержки (спреды между ценой продавца и покупателя). Цена продавца используется для ежедневного расчета индекса, а также для добавления облигаций в индекс.

ПО ДАННЫМ НА МАРТ 2010 ГОДА В СОСТАВ ИНДЕКСА CS-EMCI ВХОДЯТ 776 ЭМИТЕНТОВ С КАПИТАЛИЗАЦИЕЙ РЫНКА ОКОЛО $390 МЛРД

Реинвестирование купонных и амортизационных платежей

В течение месяца, когда производится выплата купона или амортизационная выплата, предполагается, что до конца месяца денежный поток будет реинвестирован по фиксированной ставке денежного рынка. Ставка реинвестирования равна месячному LIBOR на последний рабочий день предыдущего месяца. Ставка реинвестирования сохраняется на срок от даты купонного или амортизационного платежа до последнего дня расчета индекса. В конце каждого месяца итоговая сумма купонного или амортизационного платежа снова включается в индекс.

Рисунок 4
Спреды по CS-EMCI по регионам

Классификация по сроку обращения

Индекс CS-EMCI и его составляющие могут быть рассчитаны с учетом выборки по сроку погашения. Рассматриваются сроки погашения от 0 до 4 лет, от 4 до 7 лет, от 7 до 10 лет и более 10 лет. Облигации, имеющие в структуре пут-опцион или колл-опцион, классифицируются по сроку погашения по следующей дате опциона. Это верно как для бессрочных облигаций, так и для бумаг, имеющих срок обращения. Облигации, платежи по которым не производились, помещаются в категорию дефолтных, так как они не торгуются до даты погашения.

Класс активов

Индекс CS-EMCI может быть рассчитан для трех классов активов: активы инвестиционного уровня (high grade), высокодоходные активы (high yield) и проблемные активы (distressed). Данная классификация дает возможность получить данные по состоянию определенного класса активов. И хотя в настоящее время дефолтные облигации составляют сравнительно небольшой процент в составе индекса, в прошлом он был значительно больше в связи с дефолтами компаний из Азии в конце 90-х годов и из Аргентины в 2002 году. Текущая ситуация, характеризующаяся усилением экономической нестабильности и притоком новых эмиссий компаний EM с низким рейтингом, может привести к увеличению класса проблемных активов в будущем.

Если хотя бы одно из трех мировых рейтинговых агентств, а именно Moody's, S&P или Fitch, присвоило эмиссии рейтинг инвестиционного уровня, то облигации включаются в класс активов инвестиционного уровня. В противном случае для определения класса активов будет использоваться средний показатель рейтинга по трем агентствам. Если средний рейтинг ниже CCC, то облигации будут классифицироваться как проблемные. Если средний рейтинг выше CCC, но ниже BBB-, то облигации будут отнесены к высокодоходным. Если у компании отсутствуют рейтинги перечисленных рейтинговых агентств, класс облигаций будет определен аналитиками по развивающимся рынкам Credit Suisse.

В случае суверенного дефолта аналитики по развивающимся рынкам проведут оценку подверженности ком-

пании суверенным рискам для того, чтобы определить вероятность дефолта. Компании, по облигациям которых вероятен дефолт, помещаются в класс проблемных активов, даже если рейтинговые агентства еще не пересмотрели их рейтинги.

Если компания не произвела выплату купона или погашение облигаций в срок или в отношении нее начата процедура банкротства, ее облигации будут переведены в класс проблемных активов со следующего месяца. Аналитики по развивающимся рынкам также производят оценку структуры всех дочерних компаний эмитента для определения вероятности их дефолта и отнесения облигаций к соответствующему классу активов.

Классификация по регионам

Разделение по регионам дает пользователям возможность оценить рынок облигаций в определенном регионе или стране. Эмиссии дочерних компаний, зарегистрированных на Каймановых островах, островах Джерси и Маврикий и на Багамских островах, классифицируются в зависимости от местонахождения головной компании. Для эмитентов развивающихся рынков типичным является выпуск облигаций под юрисдикцией другой страны. В этом случае будет рассматриваться страна, по которой несет риски эмитент.

Классификация по категориям

Индекс CS-EMCI может рассчитываться по следующим категориям: квазисуверенные эмитенты, корпоративные эмитенты и наднациональные эмитенты. Квазисуверенные и наднациональные облигации традиционно характеризуются более узкими спредами. Разделение по категориям дает возможность анализировать CS-EMCI с учетом или без учета данных категорий. Под квазисуверенными облигациями мы понимаем облигации компаний, которые принадлежат государству на более чем 50%, и компании с неявной поддержкой государства, например Pemex, Korea Electric Power и Petrobras. Единственными наднациональными компаниями, входящими в индекс на март 2010 года, являются CAF и CABEI.

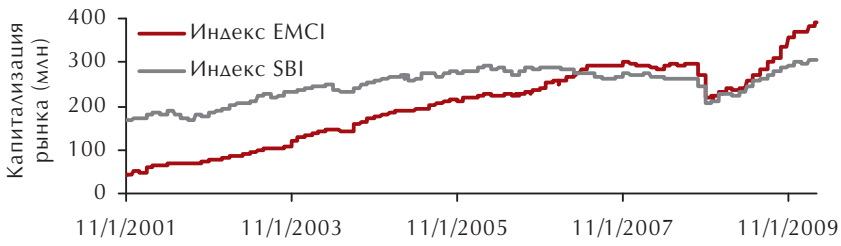
Составляющие индекса

Индекс CS-EMCI может рассчитываться для групп облигаций, выбранных по следующим параметрам: рейтинг, срок погашения, отрасль. Данное разделение дает возможность анализировать определенные сегменты рынка.

Ренкинг индекса

Ренкинг индекса (ранг индекса в наших отчетах) применяется для определения рейтингов индекса в целом и его составляющих. Для эмиссии, имеющей рейтинги Fitch, Moody's и S&P, применяется обычный ренкинг.

Рисунок 5
Капитализация рынка CS-EMCI vs индекс суверенных облигаций Credit Suisse (SBI)



Параметры индекса

Все параметры индекса рассчитываются для всех уровней совокупного индекса, включая конкретные эмиссии, входящие в индекс. Взвешивание по капитализации рынка применяется для всех параметров индекса, включая среднюю цену и средний купон, для которых используется номинал эмиссии в обращении. Взвешенные данные даются на последний рабочий день предыдущего месяца. Индекс включает в себя следующие параметры:

- Количество эмиссий, номинал, скорректированный номинал, рыночная стоимость, средний срок обращения, купон, оставшийся период в обращении, трейдерская доходность, доходность к следующему купону, доходность к погашению, текущая доходность, модифицированная дюрация и дюрация по Маколею.
- Трейдерская доходность (street yield).
- Доходность к опциону (yield-to-next-option).
- Доходность к погашению
- Спред к ориентиру, своп-спред, Z-спред, I-спред.
- Совокупный доход (total returns).

Для дефолтных облигаций рассчитывается только совокупный доход, который состоит из дохода от изменения цены, так как выплаты купона по данным бумагам не производятся. В случае дефолтных облигаций все остальные параметры при расчете индекса исключаются.

«НА ФОНЕ РАСТУЩЕГО СПРОСА СО СТОРОНЫ ИНВЕСТОРОВ И УЛУЧШЕНИЯ СИТУАЦИИ НА КРЕДИТНЫХ РЫНКАХ ВСЕ БОЛЬШЕ КОРПОРАТИВНЫХ ЗАЕМЩИКОВ ИЗ СТРАН EM ПРИВЛЕКАЮТ ФИНАНСИРОВАНИЕ ЧЕРЕЗ ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ»