Дмитрий ДУДКИН,
руководитель дирекции анализа долговых рынков, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Облигации второго эшелона — не проходите мимо!

Благодаря простейшему анализу ожидаемых значений и дисперсии полного дохода в целях сравнения сегментов рублевого рынка облигаций между собой, а также другими классами активов, доступных локальным инвесторам (акциями и еврооблигациями), можно обнаружить, что корпоративные бонды второго эшелона являются наилучшим активом с точки зрения компенсации риска. Более того, тот же результат получается, если сравнить данную категорию бондов с портфелем, состоящим из длинных ОФЗ и высокодоходных бумаг третьего эшелона.

Преимущество второго эшелона проявляется как в рублевом, так и в долларовом выражении, однако в долларовых портфелях наибольший коэффициент Шарпа достигается при отсутствии хеджирования рублевых бумаг. Ожидаемый доход портфеля может быть более эффективно повышен за счет появления в нем некоторой доли акций в противовес покупке более доходных (и обычно более рискованных) облигаций.

Разобьем облигационный рынок на сегменты и добавим в анализ индекс рынка акций. В таблице 1 показан полный годовой доход по соответствующим классам активов с 2005 по 2013 годы. Rf — это безрисковая ставка (доходность годовых ОФЗ на начало каждого периода), URBIFD — взвешенный на капитализацию индекс сегмента ОФЗ, URBIMN — индекс муниципального сегмента, URBICP — индекс корпоративного сегмента, URBI1T — индекс корпоративных бондов первого эшелона (рейтинг BBB), URBI2T — индекс корпоративных бондов второго эшелона (рейтинг BB), URBI3T — индекс корпоративных бондов третьего эшелона (с рейтингом B или без рейтинга), INDEXCF — индекс акций, торгуемых на ММВБ и номинированных в рублях. Столбец Mean показывает усредненный доход, который может быть интерпретирован как ожидаемый доход соответствующих активов, SD — стандартное отклонение дохода, Sharpe — коэффициент Шарпа, который в данном случае рассчитывается как средний избыточный доход (доход актива минус безрисковый доход Rf), поделенный на стандартное отклонение избыточного дохода.

ВТОРОЙ ЭШЕЛОН ЛУЧШЕ КОМПЕНСИРУЕТ РИСК

Эти облигации имеют коэффициент Шарпа, равный 1, что больше, чем у других активов в таблице, при среднем доходе 10.3% и стандартном отклонении 5%. Результат несколько неожиданный, поскольку используемая методика анализа не отражает различия в кредитном качестве, и было бы логично предположить, что третий эшелон покажет более высокий результат благодаря большому купону и короткой дюрации. На рисунке 1 видно, что, повышая ожидаемый доход за счет вложений в акции, инвестор принимает на себя вдвое больший риск (средний доход рынка акций — 28%, а стандартное отклонение — 57%). Кажется, что риск российских акций слишком велик, однако эта ситуация является вполне традиционной: риск американского рынка акций также приблизи-

Годовой доход (в рублевом выражении)													
Название бумаги	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Mean	SD	Sharpe	Дюрация на 31.12.2013, лет
Rf	5.4	5.5	5.8	5.8	10.6	6.9	5.1	6.5	6.2				
URBIFD	12.1	7.4	6.6	(5.8)	13.5	11.8	5.3	13.0	4.5	7.6	6.1	0.21	4.0
URBIMN	14.1	8.2	7.2	(7.3)	31.4	14.1	7.4	8.8	9.1	10.3	10.1	0.44	2.0
URBICP	12.5	9.3	8.2	(2.9)	22.9	13.2	7.2	9.6	9.1	9.9	6.7	0.62	1.3
URBI1T	9.5	7.7	6.6	0.0	21.2	11.9	7.2	9.2	8.7	9.1	5.6	0.63	1.6
URBI2T	13.1	9.8	7.2	2.7	20.4	13.4	7.0	9.6	9.3	10.3	5.0	1.01	1.3
URBI3T	13.8	10.1	9.3	(9.0)	27.0	15.9	7.8	10.7	9.7	10.6	9.4	0.50	0.9
INDEXCF	89.1	69.9	13.4	(66.7)	125.3	25.9	(15.2)	9.5	6.3	28.6	57.9	0.39	

Источники: Bloomberg, Московская Биржа, оценка «УРАЛСИБа»

Таблица 1
Динамика сегментов локального долгового рынка и рынка акций, %

тельно вдвое выше ожидаемого дохода. Говоря о предпочтениях инвесторов, важно обратить внимание на портфели, обеспечивающие по меньшей мере такой же ожидаемый доход, как и риск. Пунктирной диагональной линией на рисунке 1 отмечен средний доход, равный стандартному отклонению. Наибольший доход на этой линии или выше нее генерируют, во-первых, корпоративные бумаги третьего эшелона (доход — 10.6%, риск — 9.4%) и, во-вторых, муниципальные облигации (10.3% и 10.1% соответственно). Однако перед этими двумя точками на графике имеют преимущество бонды второго эшелона, предлагающие практически тот же доход — 10.3%, но со значительно меньшим риском — 5%.

«ГАНТЕЛЬНЫЙ» ПОДХОД НЕ ПОМОГАЕТ

Один из популярных способов построения портфелей на рублевом рынке долга — стратегия «гантели» (barbell), представляющая собой попытку взять лучшее из разных сегментов рынка путем инвестирования, скажем, половины портфеля в ОФЗ, а второй половины — в высокодоходные корпоративные облигации третьего эшелона. Пунктирная линия, соединяющая две соответствующие точки на рисунке 1, показывает, где должны формироваться такие портфели. На самом деле она должна быть не прямой, а выпуклой в сторону большего дохода и меньшего риска, поскольку комбинирование активов обеспечивает инвесторам преимущество диверсификации. Однако в данном случае эта выпуклость минимальна, поскольку корреляция дохода ОФЗ и корпоративных бондов третьего эшелона равна 0.9, то есть близка к единице. Таким образом, любой возможный портфель, объединяющий ОФЗ и высокодоходные корпоративные бонды, уступает корпоративным бумагам второго эшелона.

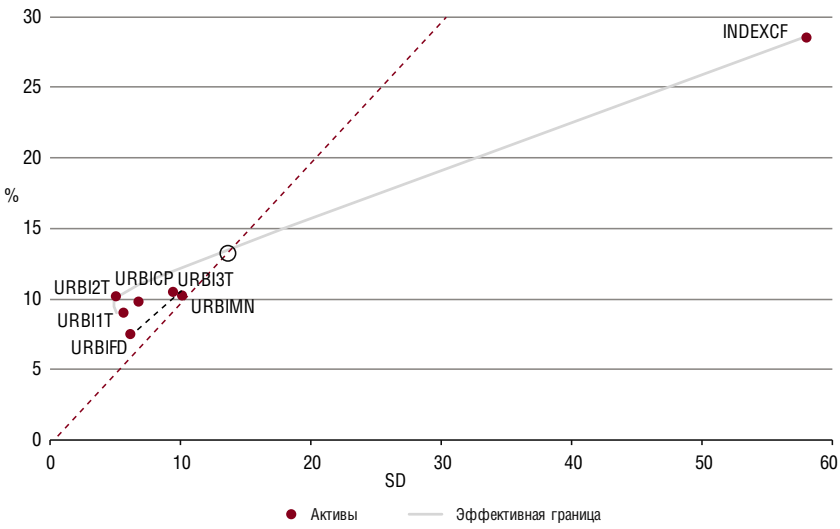
ЭФФЕКТИВНЫЙ СПОСОБ НАРАЩИВАНИЯ ОЖИДАЕМОГО ДОХОДА — ПОКУПКА АКЦИЙ

Серая линия на рисунке 1 показывает так называемую эффективную границу для рассматриваемых нами активов, а именно минимально возможный уровень риска портфеля при заданном уровне дохода. Граница построена в предположении о запрете на короткие продажи. Мы видим, что облигации второго эшелона служат портфелем с наименьшим риском, при этом все портфели, отвечающие принципу эффективности, являются комбинацией URBI2T и акций (INDEXCF). Например, ожидаемый доход облигаций третьего эшелона (URBI3T) составляет 10.6% при риске 10.1%, однако существует портфель на эффективной границе, который при прочих равных будет обладать ожидаемым доходом 12.2%. Такой портфель состоит из 89.3% URBI2T и 10.7% INDEXCF. Аналогичным способом можно получить композицию самого доходного портфеля, который в данном случае является пересечением двух линий на рисунке 1. Такой портфель будет иметь ожидаемый доход (и риск) 13.2% и состоять из 16.5% акций и 83.5% облигаций второго эшелона.

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ В ДОЛЛАРОВЫХ ПОРТФЕЛЯХ

Представленный выше анализ касался рублевого рынка, однако сохранение капитала в долларовом выражении является долгосрочной целью многих российских

Рисунок 1
Классы активов в пространстве риск-доход, руб.



Источник: оценка «УРАЛСИБа»

ЛЮБОЙ ПОРТФЕЛЬ, ОБЪЕДИНЯЮЩИЙ ОФЗ И ВЫСОКОДОХОДНЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ БОНДЫ, УСТУПАЕТ КОРПОРАТИВНЫМ БУМАГАМ ВТОРОГО ЭШЕЛОНА

инвесторов. Наиболее очевидные, связанные с Россией классы активов, способные служить этой цели, — индекс РТС, российские суверенные бонды и российские корпоративные еврооблигации, номинированные в долларах. Итак, может ли рублевый долговой рынок принести пользу долларовым портфелям и какие сегменты лучше подходят для этого? Стоит ли хеджировать рублевые активы в доллар?

В таблице 2 продемонстрирован годовой доход активов, которые, по нашему мнению, можно рассматривать на предмет включения в долларовый портфель. Символ $ указывает на то, что величина приведена в долларовом выражении, h — в хеджевом. RU-SOV — это взвешенный по капитализации индекс российских суверенных евробондов (наш аналог EMBI-RU), RU-CORP — взвешенный по капитализации индекс номинированных в долларах российских корпоративных бондов (наш аналог CEMBI-RU). RTSI — российский фондовый индекс РТС, Rf$ — безрисковая ставка (американский 12-месячный своп), хедж RUB→USD — стоимость хеджа из рубля в доллар на срок один год. Мы используем URBI2T (рублевые бонды второго эшелона) как эквивалент всего корпоративного сегмента локального долгового рынка, поскольку мы установили выше, что исторически облигации второго эшелона выглядели лучше по соотношению риска и дохода, чем другие корпоративные облигации.

КОРПОРАТИВНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ — ВЫСОКОРИСКОВАННЫЙ ИНСТРУМЕНТ

Усредненный доход индекса суверенных евробондов RU-SOV$ составляет 7.6% при стандартном отклонении 13.6%, тогда как средний доход индекса корпоративных евробондов RU-CORP$ равен 11.4%, а его стандартное отклонение достигает 28%. Последняя цифра неожиданно высока, что обусловлено главным образом волатильностью 2008–2009 годов, когда корпоративные облигации сначала потеряли 30% своей стоимости, а затем выросли в цене на 76.8%. Кредитное качество корпоративных евробондов заметно ниже качества суверенных, что делает их более уязвимыми перед массовым оттоком инвесторов с рынка. Кроме того, средняя дюрация этих двух сегментов не сильно различается, поэтому дополнительная неустойчивость корпоративных облигаций не компенсируется здесь более низкой чувствительностью к рыночному риску, как в случае рублевого долгового рынка.

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ — ПЕРВЫЕ ПО КОЭФФИЦИЕНТУ ШАРПА В ДОЛЛАРОВОМ ВЫРАЖЕНИИ

Итак, рынок рублевых облигаций представлен в таблице 2 индексами сегмента ОФЗ (URBIFD) и корпоративных бумаг второго эшелона (URBI2T). Средний доход URBIFD в долларовом выражении (URBIFD$) равен 6% со стандартным отклонением 12.6% (коэффициент Шарпа — 0.29). Средний доход URBI2T в долларах (URBI2T$) составляет 8.7% со стандартным отклонением 10.4%, что предполагает коэффициент Шарпа 0.61 — самый высокий в долларовой части таблицы. Этот простой факт очень важен: рублевые корпоративные облигации второго эшелона исторически обеспечивали лучшее соотношение риска и дохода (в долларовом выражении), чем такие «натуральные» долларовые активы, как индекс РТС, а также суверенные и корпоративные еврооблигации. Например, в 2013 году суверенные бумаги принесли инвесторам убыток в размере 5.1%, по корпоративным евробондам участники рынка получили тогда небольшой доход в 1.8%, в отличие от корпоративных облигаций второго эшелона, чей доход достиг 2.2%, несмотря на ослабление рубля на 7.1%. Можно возразить, что позитивная динамика бумаг второго эшелона объясняется премией за более низкий кредитный риск,

Таблица 2
Динамика рынка еврооблигаций локального долгового рынка и рынка акций, %

	Годовой доход (в долларовом выражении)												
Название бумаги	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Mean	SD	Sharpe	Дюрация, лет
Rf$	3.1	4.8	5.3	4.1	1.3	0.7	0.5	0.7	0.3				
Хедж RUB→USD	0.1	–0.5	0.1	11.6	16.1	3.9	5.0	6.3	6.8				
RU–SOV$	12.0	4.8	6.4	(14.7)	34.5	8.1	6.0	16.0	(5.1)	7.6	13.6	0.37	6.0
RU–CORP$	9.9	7.9	3.0	(29.6)	76.8	14.3	2.0	16.9	1.8	11.4	28.0	0.32	4.2
RTSI$	87.0	73.1	20.8	(71.0)	132.1	24.8	(19.4)	15.4	(1.3)	29.1	60.7	0.44	
URBIFD$	8.5	16.6	13.6	(22.1)	11.4	10.2	0.3	18.3	(2.6)	6.0	12.6	0.29	4.0
URBIFD$h	12.0	7.9	6.5	(17.4)	(2.6)	7.9	0.3	6.7	(2.3)	2.1	8.9	(0.02)	4.0
URBI2T$	9.5	19.0	14.2	(13.6)	18.3	11.8	2.0	14.9	2.2	8.7	10.4	0.61	1.3
URBI2T$h	13.0	10.3	7.1	(8.9)	4.3	9.5	2.0	3.3	2.5	4.8	6.4	0.38	1.3

Источники: Bloomberg, Московская Биржа, оценка «УРАЛСИБа»

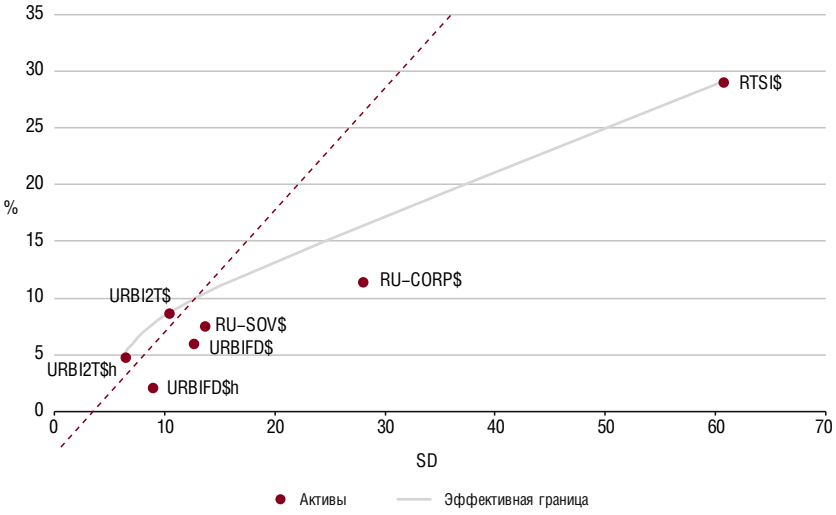
учитывая, что средний рейтинг URBI2T — BB, SU-SOV — BBB, а RU-CORP — BBB–. Это до некоторой степени справедливо, однако если вместо URBI2T взять URBI1T, то есть рублевые бонды первого эшелона, которые имеют исключительно инвестиционный рейтинг, результат будет таким же. URBI1T$ (в таблице 2 не представлен) будет иметь средний доход 7.5% со стандартным отклонением 10.9% и коэффициентом Шарпа 0.47 — это также больше, чем у всех долларовых активов в таблице.

ВАЛЮТНЫЙ ХЕДЖ ЗНАЧИТЕЛЬНО СНИЖАЕТ ДОХОД

У инвестора есть возможность захеджировать рублевые бонды в своем портфеле в доллар. Для проверки этого варианта можно использовать возобновляемый хедж с форвардными контрактами сроком один месяц, поскольку этот метод дает меньшую годовую волатильность по сравнению с «идеальным» годичным хеджем. Результат малоинтересный: хеджирование рублевых активов значительно снижает их средний доход и коэффициент Шарпа. Ожидаемый доход URBIFD$h (захеджированные ОФЗ) равен 2.1% со стандартным отклонением 8.9%, что предполагает коэффициент Шарпа -0.02. У URBI2$h (облигации второго эшелона) захеджированный доход составляет 4.8% при стандартном отклонении 6.4% и коэффициенте Шарпа 0.38, который заметно ниже, чем 0.61 без хеджирования. Такой результат вполне логичен: инвестор, желающий гарантировать себе (за счет хеджа) определенный уровень дохода в долларах, должен быть готов пожертвовать частью ожидаемого дохода, если альтернативой является непокрытый валютный риск, делающий портфель подверженным колебаниям курса рубля. Проблема в том, что доход, которым в этом случае необходимо пожертвовать, слишком велик в силу высокой стоимости хеджа.

ПОРТФЕЛИ НА ЭФФЕКТИВНОЙ ГРАНИЦЕ СОСТОЯТ ИЗ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ВТОРОГО ЭШЕЛОНА И АКЦИЙ

На рисунке 2 представлен средний доход и стандартное отклонение активов из таблицы 1. В отличие от рублевых бумаг, в долларовом сегменте ни одна комбинация активов не может обеспечить уровень дохода, равный риску. Долларовая эффективная граница проходит через индекс РТС на длинном конце и URBI2T$ — на коротком. RU-CORP$ (номинированные в долларах корпоративные евробонды) расположены



Источник: оценка «УРАЛСИБа»

Рисунок 2
Классы активов в пространстве риск-доход, $

значительно ниже границы. Это говорит о том, что более высокий доход в долларовом сегменте может быть эффективнее достигнут за счет увеличения в портфеле доли акций, а не путем покупки длинных еврооблигаций. Портфель с наименьшей дисперсией (с минимально возможным риском независимо от дохода) в основном состоит из захеджированных облигаций второго эшелона (URBI2T$h), имеющих средний доход 4.8% со стандартным отклонением 6.4%. С одной стороны, этот актив не так уж плох с точки зрения соотношения риска и дохода, но с другой — есть подозрение, что он может быть легко заменен банковским депозитом в долларах с аналогичной процентной ставкой и без рыночного риска.

ВЫВОДЫ

- Анализ годового дохода различных классов активов, полученного в период с 2005 по 2013 годы, показал, что рублевые облигации второго эшелона (с рейтингом BB) имеют самый высокий коэффициент Шарпа как в рублевом, так и долларовом выражении. Таким образом, мы рекомендуем инвесторам рассмотреть возможность включения этого актива в долларовые портфели и увеличения его веса в рублевых портфелях.
- При включении рублевых облигаций в долларовый портфель наилучшие результаты достигаются, когда рублевый актив не хеджируется. Это указывает на наличие премии за риск владения рублем, требуемой инвесторами. Рациональный инвестор может использовать эту премию.
- Доход как долларовых, так и рублевых портфелей может быть более эффективно увеличен путем включения в него определенной доли акций в противовес покупке более рисковых (зачастую длинных) облигаций.

БОЛЕЕ ВЫСОКИЙ ДОХОД В ДОЛЛАРОВОМ СЕГМЕНТЕ МОЖЕТ БЫТЬ ДОСТИГНУТ ЗА СЧЕТ УВЕЛИЧЕНИЯ В ПОРТФЕЛЕ ДОЛИ АКЦИЙ, А НЕ ПУТЕМ ПОКУПКИ ДЛИННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ