Елена АВДОНИЧЕВА,
ведущий специалист отдела долговых рынков России и стран СНГ,
Группа компаний Cbonds

Как рассчитать индекс облигаций High Yield на российском рынке?

2018 год запомнился рынку не только уменьшением количества первичных размещений вследствие влияния геополитической ситуации, но и выходом на рынок новых эмитентов облигаций малого объема эмиссии, готовых заплатить высокую стоимость заимствования. В Cbonds попробовали разобраться, что такое High Yield в России и можно ли уже сейчас начать рассчитывать индекс высокодоходных облигаций.

Признание облигаций высокодоходными на развитых рынках завязывается на кредитный рейтинг: обычно это бумаги non-investment grade с рейтингом, равным или ниже BB от S&P и Fitch, Ba от Moody's. В России полагаться на рейтинг сложно в силу его частого отсутствия, как следствие, единства в вопросе «Что такое High Yield в РФ?» среди участников рынка нет. Какие критерии для создания индекса облигаций High Yield доступны и какие стоит выбрать?

ДОХОДНОСТЬ К ОФЕРТЕ/ ПОГАШЕНИЮ

Участники рынка по-разному оценивают, с какого значения начинается «высокая доходность». Для институциональных инвесторов это могут быть выпуски «Центральная ППК» (П01-БО-02) или «Элемент Лизинг» (001Р-01), эффективная доходность по которым в ноябре 2018-го находилась на уровне 9.75% и 11.3% годовых соответственно. Эмитенты таких бумаг имеют рейтинг, и выпуски учитываются Cbonds в других индексах, например Cbonds-CBI RU 1-3Y. Среди частных инвесторов и компаний, развивающих институт высокодоходных облигаций (ВДО) в РФ, в качестве нижней границы фигурирует значение 14% годовых (хотя кто-то допускает разделение ВДО на классы, например 12–14% и 14–18% годовых). В таком случае в качестве критерия для отбора бумаг в индексный список можно было бы использовать высокий уровень G-Spread (например, эмпирически определенный нами спред не менее 400 б.п.)

В Cbonds учли наибольшую популярность термина High Yield именно среди частных инвесторов и, проанализировав текущую выборку бумаг, приняли решение вместо доходности использовать спред над ключевой ставкой, а именно включать в индексный список бумаги, текущая ставка купона которых на момент формирования списка не менее чем на 5 п.п. превышает

ключевую ставку ЦБ РФ (значение также выведено эмпирически при сопоставлении полученных индексных списков для разных уровней маржи). Аргументом выбора ставки купона в качестве критерия формирования индексного списка явился тот факт, что доходность по многим бумагам может колебаться в силу причин извне (санкции, реструктуризации, новостной фон), что повлечет частый пересмотр индексного списка, в то время как установление высокой ставки купона демонстрирует, что эмитент позиционирует себя как High Yield еще на этапе первичного размещения.

ОБЪЕМ ЭМИССИИ

Большинство вышедших на рынок в 2018 году эмитентов, выпуски которых инвесторы называют ВДО, являются компаниями малого и среднего бизнеса. Объем эмиссии облигаций компаний малой капитализации не достигает 1 млрд руб., а многие эмитенты привлекают и менее 100 млн руб. за выпуск. По этой причине было решено учитывать в индексном списке только облигации с объемом эмиссии менее или равным 1 млрд руб.

СРОК ОБРАЩЕНИЯ

В Cbonds при формировании индексных списков в стандартном случае учитываются только бумаги, оставшийся срок до погашения/оферты которых превышает 364 дня. В то же время ряд эмитентов ВДО привлекает средства на срок до 1 года (например, «АПРИ Флай Плэнинг», «Ломбард Мастер»). Для целей учета также таких коротких выпусков было принято решение снизить нижнюю границу до 182 дней.

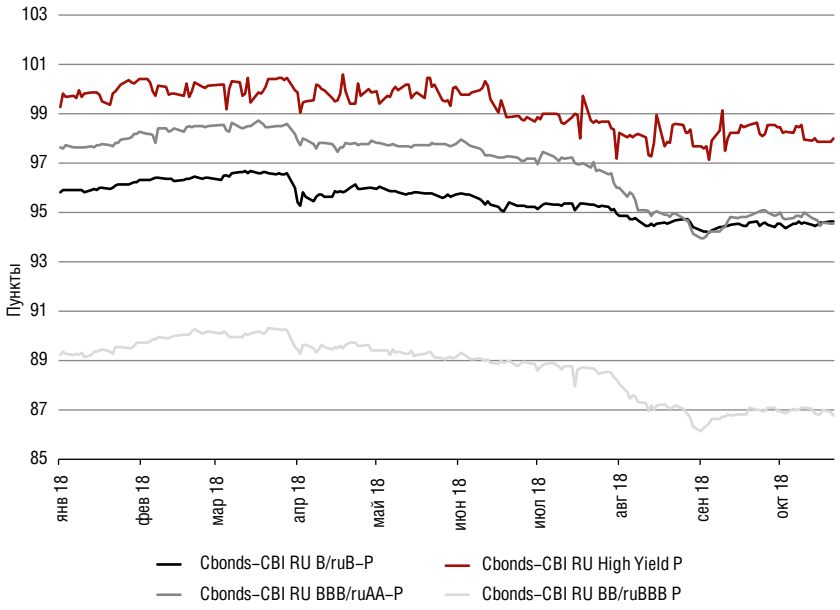
ДЕФОЛТЫ, РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ, САНКЦИИ

На развитых рынках давно сформирован отдельный сектор рынка ВДО — это сегмент «падших ангелов», то есть компаний, финансовое состояние которых ухудшилось и рейтинг опустился ниже инвестиционного уровня. Причинами снижения рейтинга могут быть дефолт и последовавшая за ним реструктуризация долга, плохие финансовые результаты, ограничение деятельности (например, из-за санкций, что сейчас актуально для РФ). Безусловно, на российском рынке встречаются бумаги с высокой доходностью, ставшей следствием похожих причин. Например, эффективная доходность по облигациям «Финанс-Авиа», 01 (размещены в рамках реструктуризации ЮТэйр) в ноябре 2018 года достигала 57% годовых, по выпуску «Силовые машины», БО-02 (под санкциями) в октябре до досрочного погашения — 20% годовых. Учитывать такие бумаги в индексном списке тем не менее нежелательно: статистически они более волатильны и часто становятся причиной выбросов в индексе (в Cbonds уже сталкивались с влиянием бумаг АФК «Система» на индекс Cbonds-CBI RU BB, когда растущие доходности по облигациям эмитента утягивали за собой весь индекс). Поэтому при расчете

Таблица 1
Список облигаций, учитываемых при расчете группы индексов Cbonds-CBI RU High Yield

Эмиссия	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Входит в список от 01.01.2018	Входит в список от 01.04.2018	Входит в список от 01.07.2018	Входит в список от 01.10.2018
Ломбард Мастер, БО–П01	50	19				+
АПРИ Флай Плэнинг, БО–01	200	18			+	+
Первый Ювелирный — драгоценные металлы, БО–П01	190	18			+	+
Ломбард Мастер, БО–П02	50	18				+
КарМани, БО–001–01	300	17	+	+	+	+
ГРУЗОВИЧКОФ–ЦЕНТР, БО–П01	50	17			+	+
Мани Мен, БО–01–01	500	16,5		+	+	+
Полипласт, БО–03	1 000	16	+			
КарМани, БО–001–02	300	16			+	+
Полипласт, БО–01	1 000	14	+	+		
Левенгук, БО–01	100	17		+	+	+
РСГ–Финанс, БО–10	1 000	14,5	+	+	+	+
ИнфоВотч, 001Р–01	400	14,5			+	+
Жилкапинвест, БО–01	200	14			+	+
Ред Софт, 001Р–01	100	14			+	+
Дядя Дёнер, БО–П01	60	14			+	+
Роял Капитал, БО–П01	50	18				+
ТД Мясничий, БО–П01	100	13,5				+
ТД Мясничий, БО–П02	100	13,5				+
Коммерческая недвижимость ФПК Гарант–Инвест, 001Р–01	1 000	13	+	+	+	+
ДиректЛизинг, 001Р–01	100	15	+	+	+	+
ДиректЛизинг, 001Р–02	100	13			+	+
Солид–Лизинг, БО–001–01	200	13				+
ПР–Лизинг, 001Р–01	100	13				+
Коммерческая недвижимость ФПК Гарант–Инвест, 001Р–03	1 000	12,75		+	+	+

Рисунок 1
Динамика индекса Cbonds-CBI RU High Yield PI



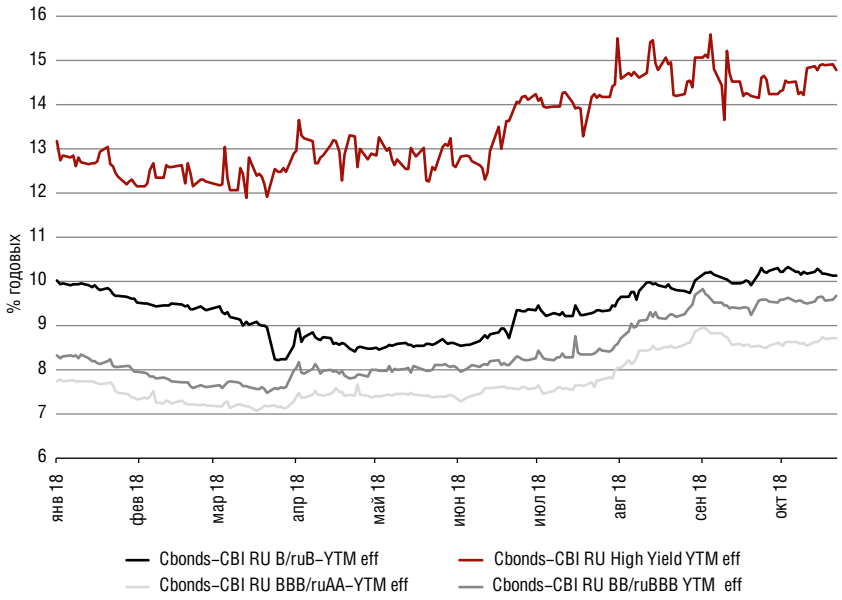


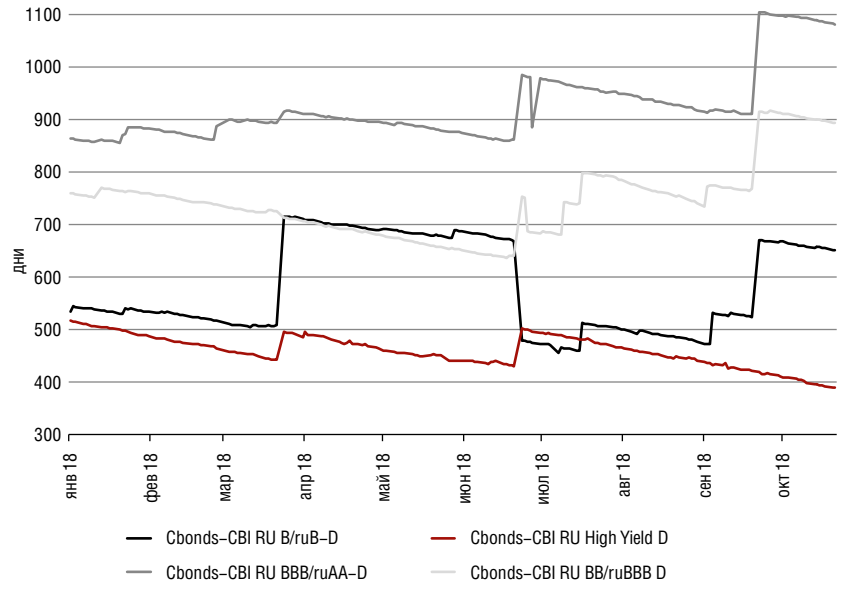
Рисунок 2
Динамика индекса Cbonds-CBI RU High Yield YTM eff

индексных списков принято решение не учитывать бумаги, по которым зафиксированы события, которые могут спровоцировать высокую волатильность цен.

СУБОРДИНИРОВАННЫЕ ОБЛИГАЦИИ И СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ

К высокодоходным зачастую относят субординированные облигации банков и структурные продукты. В теории понятно, что ставка купона по субордам выше, а структурные продукты дают вероятность заработать высокий доход, но на практике такие инструменты на внутреннем рынке РФ не являются достаточно ликвидными: среди субордов более 1/3 торговых дней от квартала торгуются только выпуск Транскапиталбанк, С04 и 3 выпуска Россельхозбанка, среди структурных бумаг — несколько выпусков Сбербанка. Отдельно нужно отметить, что из-за специфики расчета дополнительного дохода доходность структурных продуктов оценивается по-разному по каждому выпуску. Особенности бумаг не позволяют учитывать их в одном индексе вместе с облигациями малых компаний, так как по сути это размывает экономический смысл индекса High Yield. Суборды можно было бы объединить в отдельный индекс субординированных облигаций, необходимо только дождаться возникновения в РФ достаточно ликвидного рынка.

Рисунок 3
Динамика индекса Cbonds-CBI RU High Yield D



ИНДЕКС CBONDS-CBI RU HIGH YIELD

По итогам анализа возможных критериев в Cbonds рассчитали группу индексов Cbonds-CBI RU High Yield. Стандартная группа индексов содержит в себе основной (TRI) и ценовой (PI) индексы, средневзвешенную простую (YTM) и эффективную доходность (YTM eff), дюрацию (D). Список бумаг для расчета группы индексов пересматривается раз в три месяца, в первый рабочий день квартала. Для формирования индексных списков используются следующие критерии: критерий ликвидности (бумага торговалась не менее 1/3 от торговых дней предшествующего формированию списка квартала); ставка купона на дату формирования списка равна или выше, чем ключевая ставка ЦБ РФ + 5% годовых; оставшийся срок до погашения равен или превышает 182 дня; максимальный объем эмиссии составляет 1 млрд руб.; структурные, субординированные, дефолтные, реструктурированные бумаги, а также облигации с высокой волатильностью, возникшей из-за внутренних проблем эмитента, не включаются в список (и в случае возникновения нерыночной динамики убираются из списка). Первый индексный список с минимально допустимым количеством бумаг удалось сформировать на 01.01.2018; 09.01.2018 стало стартовой датой расчета индекса.

По результатам расчета, за период с 01.01.2018 по 30.10.2018 ценовой индекс колебался в диапазоне от 97 до 101, эффективная доходность индекса — от 12 до 16% годовых, дюрация — от 400 до 500 дней. Это, на наш взгляд, отражает среднерыночную ситуацию. Cbonds приглашает участников рынка высказать мнение о методологии расчета индекса Cbonds-CBI RU High Yield.

открытие | БАНК

БОЛЬШОЙ БАНК ДЛЯ БОЛЬШОГО БИЗНЕСА

В жизни всегда
есть место открытию

open.ru

ПАО Банк «ФК Открытие». Генеральная лицензия Банка России № 2209 от 24.11.2014. Реклама.