Андрей КУЛАКОВ,
CFA, FRM,
исполнительный директор
департамента анализа рыночной
конъюнктуры, Газпромбанк

Владимир ПАНТЮШИН,
начальник департамента
анализа рыночной
конъюнктуры, Газпромбанк

Как обыграть бенчмарк?

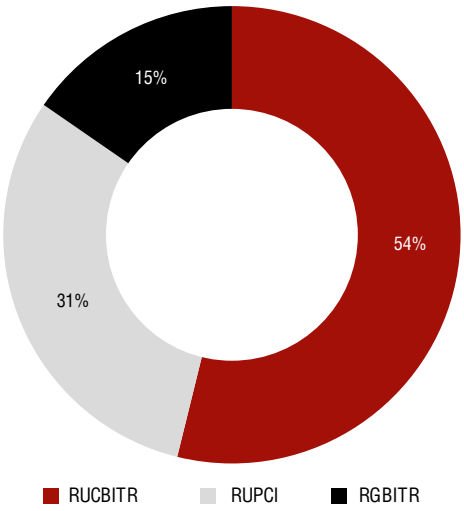
В середине ноября 2019 года мы провели семинар для инвесторов «Как обыграть бенчмарк?», на котором представили ряд стратегий, позволяющих портфельным управляющим получать доходности выше используемых ими бенчмарков. Некоторые из этих стратегий мы рассмотрим в данной статье.

Подготовку к мероприятию мы начали с опроса портфельных управляющих о том, какие бенчмарки они используют. Выбор конкретного бенчмарка для каждого управляющего частично определяется классом активов под управлением (пенсионные накопления, резервы, ПИФ, частные инвестиции и т. д.). В нашем опросе лидировали два индекса: индекс корпоративных облигаций Московской биржи RUCBITR и составной индекс пенсионных накоплений RUPCI, который на 15% состоит из государственных бумаг (субиндекс ОФЗ) и на 85% — из корпоративных и субфедеральных облигаций (субиндекс облигаций). Часто применялся также индекс государственных облигаций RGBITR. Результаты опроса в части индексов Московской биржи представлены на Рисунке 1[1].

Для получения доходов выше корпоративного индекса RUCBITR и субиндекса облигаций RUPCI мы рассмотрели две основные стратегии:

- использовать особенности бенчмарков,
- выбрать оптимальное соотношение кредитного риска и доходности.

Рисунок 1
Частота использования рыночных бенчмарков управляющими



Источник: опрос Газпромбанка

[1] Помимо рыночных индексов используются уровень инфляции (особенно пенсионными фондами), внутренняя стоимость капитала, ставка банковского депозита либо фиксированные уровни доходности, установленные руководством управляющей компании.

Рисунок 2
Облигации индекса RUCBITR и другие ликвидные бумаги с международными рейтингами

ИСПОЛЬЗОВАТЬ ОСОБЕННОСТИ БЕНЧМАРКОВ

Чтобы понять, как обыграть бенчмарки, остановимся на некоторых особенностях методологий индексов RUCBITR / RUPCI.

Ребалансировка раз в квартал: такая частота приводит к ряду последствий, в том числе к задержке с включением новых выпусков в базу расчета. При этом на растущем рынке именно недавно размещенные бумаги демонстрируют более высокую доходность и ликвидность за счет более высокого объема в свободном обращении.

Факторы ликвидности: в RUCBITR учитывается количество торговых дней в течение которых с выпуском заключались сделки и продолжительность наличия двусторонних котировок за три месяца, предшествующих ребалансировке, однако к ним не применяется критерий объема. Это одна из причин высокой вариативности числа выпусков в индексе: в 2018–2019 годах оно варьировалось в диапазоне от 50 до 150.

В свою очередь, методология RUPCI требует, чтобы объем сделок, совершенных с облигациями за три предшествующих ребалансировке месяца, составлял не менее 0.5% СЧА пенсионных накоплений под управлением частных УК и НПФ, что эквивалентно примерно 9 млрд рублей. Помимо этого предъявляется требование по минимальному количеству дней, за которые была рассчитана «Рыночная цена (2)». Критерии довольно строги и транслируются в ограниченность базы расчета индекса RUPCI — в среднем в 2018–2019 годах ее формировали всего 10–20 выпусков.

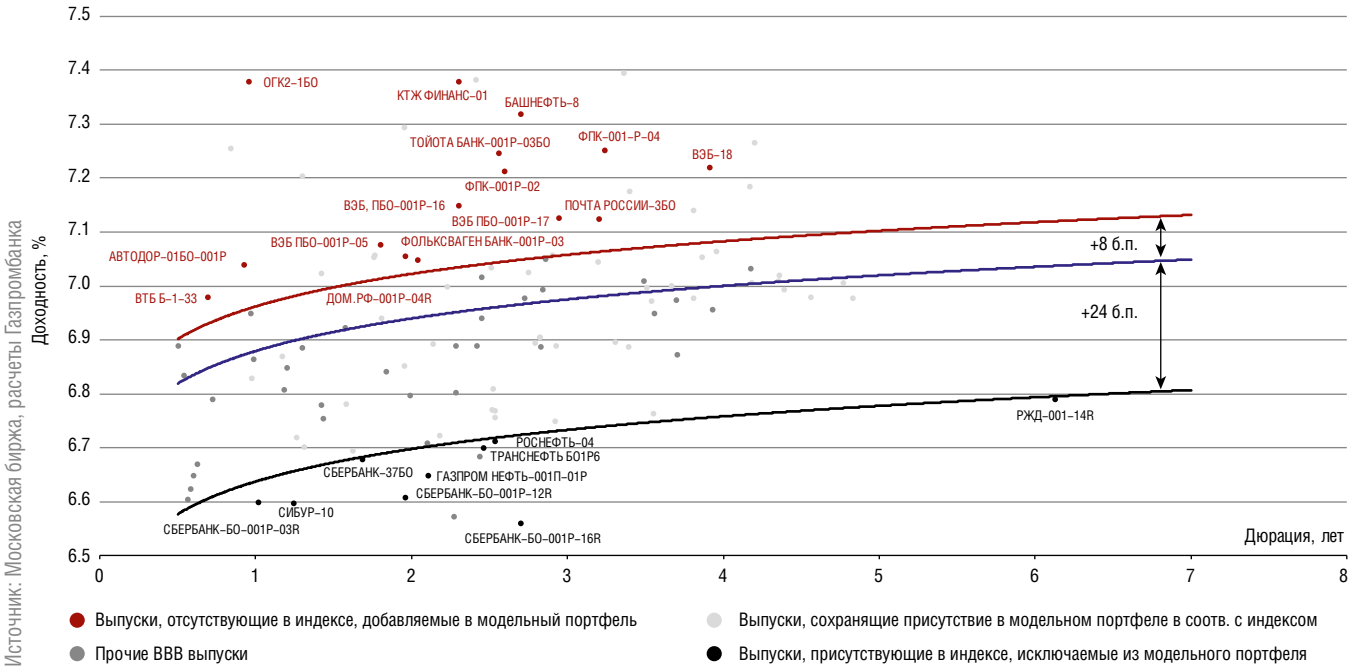
Высокая оборачиваемость: В среднем за последний год в ходе ежеквартальной ребалансировки 30–50% бумаг в индексах замещались новыми.

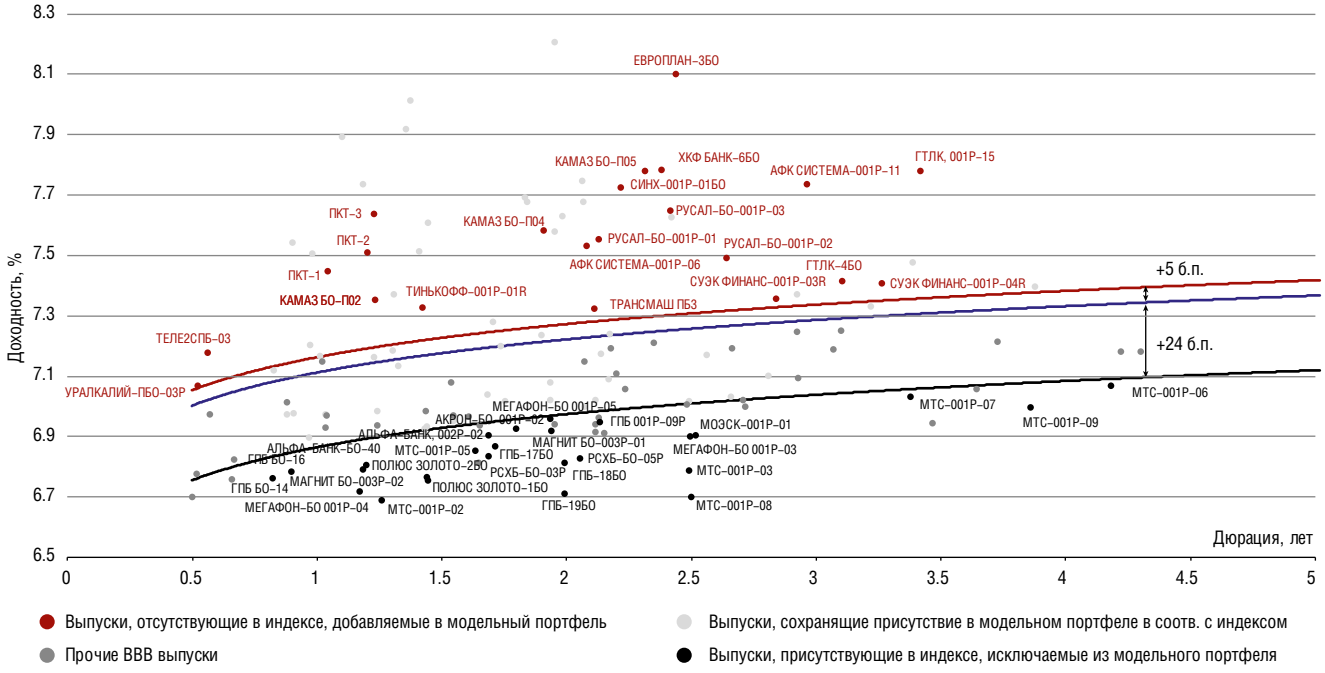
Совокупность указанных выше факторов приводит к двум важным последствиям:

- индексы достаточно сложно реплицировать,
- выборка бумаг, формирующая базу расчета индексов, не является оптимальной.

Приняв во внимание особенности методологий, мы рассмотрели варианты оптимизации модельного портфеля, сформированного

Рисунок 3
Оптимизация модельного портфеля относительно RUCBITR в рейтинговой категории BBB





Источник: Московская биржа, расчеты Газпромбанка

Рисунок 4
Оптимизация модельного портфеля относительно RUCBITR в рейтинговой категории BB

на основании индексов. Задача заключалась в повышении доходности портфеля при сохранении уровня кредитного и процентного рисков и требований к ликвидности. В расчетах мы использовали отличные от использующихся на Московской бирже критерии ликвидности, в частности, применив значение минимального порога к объему совершенных сделок и к двусторонним котировкам. Мы также учли ограничения части портфельных управляющих, в том числе сократили долю облигаций кредитных организаций.

На Рисунке 2 приведена карта российского рынка корпоративных облигаций, на которой красным цветом отмечены выпуски, формирующие базу расчета индекса RUCBITR, а серым — прочие корпоративные выпуски, которые имеют кредитные рейтинги от международных агентств и прошли наш фильтр ликвидности.

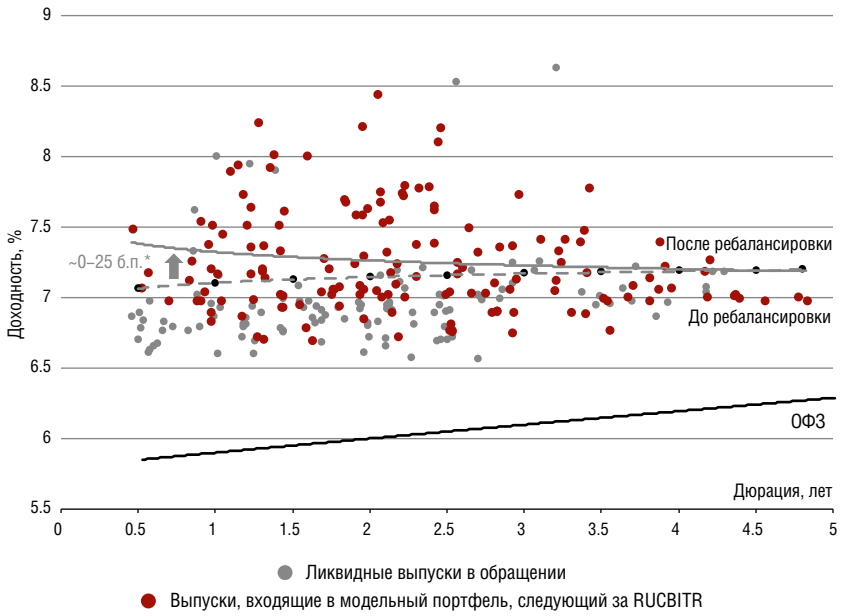
Далее мы сегментировали выборку бумаг по рейтинговым группам и провели оптимизацию внутри групп BBB и BB. Построив кривую всех бумаг внутри каждой рейтинговой группы, мы определили границы диапазона отсечения. Выпуски, включенные в индекс и находящиеся под нижней границей диапазона, предлагаются к исключению из модельного портфеля. Выпуски, торгующиеся над верхней границей диапазона, но не попавшие в индекс, предлагаются к включению в модельный портфель (см. Рис. 3 и 4).

Диапазон и его отклонение от кривой выбраны так, чтобы максимизировать итоговое влияние ребалансировки внутри рейтинговой группы на доходность, сохранив при этом баланс объема исключаемых и добавляемых бумаг.

В результате оптимизации мы произвели замену 19% выпусков внутри рейтинговой категории BBB индекса RUCBITR (11% полного индекса) и 40% выпусков — внутри рейтинговой категории BB (16% полного индекса). В совокупности это способствовало увеличению средневзвешенной доходности YTM модельного портфеля относительно индекса на 15 б.п. (см. Рисунок 5). Одновременно с этим мы:

- сохранили кредитный риск на уровне индекса RUCBITR: BB+/BBB-;

Рисунок 5
Оптимизированная структура модельного портфеля, следующего за RUCBITR



Источник: Московская биржа, расчеты Газпромбанка

Источник: расчеты Газпромбанка

Рейтинговая группа	Средний G-SPREAD в 2018-2019YTD	Текущий G-SPREAD	Средняя марж. премия за рейтинг на вторичном рынке 2018-2019YTD	Текущая марж. премия за рейтинг на вторичном рынке	Δ	Средняя марж. премия за рейтинг на первичном рынке 2018-2019YTD	Текущая*** марж. премия на первичном рынке****	Δ
ОФЗ								
BBB	55 б.п.	78 б.п.	55 б.п.*	78 б.п.*	23 б.п.	80 б.п.*	96 б.п.*	+16 б.п.
BB	95 б.п.	113 б.п.	41 б.п.**	35 б.п.**	–6 б.п.	34 б.п.**	43 б.п.**	+9 б.п.
B	204 б.п.	221 б.п.	109 б.п.**	108 б.п.**	–1 б.п.	208 б.п.**	209 б.п.**	+1 б.п.

* премия относительно кривой ОФЗ
** премия относительно предыдущей рейтинговой группы
*** средняя премия за октябрь
**** учитывает среднюю премию по облигациям корпоративных заемщиков и финансовых институтов

Таблица 1
Сегмент BBB является наиболее привлекательным по соотношению «риск/доходность»

• сохранили дюрацию на уровне индекса RUCBITR: 2.4 года;

• улучшили показатели ликвидности: совокупный месячный торговый оборот исключаемых выпусков за октябрь составил 11 млрд руб., в то время как по добавленным бумагам — 12 млрд руб.

Для того чтобы убедиться в устойчивости подхода, мы ретроспективно провели оптимизацию модельного портфеля на дату каждой ребалансировки RUCBITR в период с 2018-го по 2019 год и каждый раз достигали успеха по указанным параметрам. Отметим, что в последние периоды задача несколько усложнилась — в ходе последних двух ребалансировок число бумаг, включенных в индекс, выросло и составило 146 и 127, что сузило выбор доступных альтернативных инструментов для оптимизации.

Бэктестинг стратегии показал ее эффективность в виде более высокого совокупного дохода на инвестиции (Total Return). Доход портфеля, оптимизированного в ходе каждой квартальной ребалансировки в 2017–2019 годах, превышал доход портфеля, который полностью реплицировал RUCBITR на дату составления.

Применение аналогичного алгоритма в отношении негосударственной компоненты RUPCI позволило увеличить доходность (YTM) на 26 б.п. При этом кредитный риск портфеля сохраняется, а процентный риск немного снижается. Кроме того, мы учли основные условия инвестирования средств пенсионных накоплений, в частности требования к минимальному рейтингу от аккредитованных ЦБ РФ рейтинговых агентств, ограничение доли вложений в облигации кредитных организаций и связанных эмитентов. Важно отметить, что по факту оптимизации выборка бумаг расширяется с 22 до 48, что, на наш взгляд, позитивно с точки зрения диверсификации и ликвидности портфеля.

ВЫБРАТЬ ОПТИМАЛЬНОЕ СООТНОШЕНИЕ КРЕДИТНОГО РИСКА И ДОХОДНОСТИ

Вторая стратегия, которую мы применили, заключается в оценке того, бумаги какого кредитного качества предоставляют возможность более высокого дохода относительно взятого риска. В отличие от предыдущей стратегии, которая описывает общий метод, здесь мы рассмотрели текущее состояние рынка.

В рамках данной задачи мы рассмотрели поведение бумаг различных рейтинговых групп на вторичном и первичном рынках, соотнесли их текущие спреды с историческими и оценили маржинальную премию за увеличение кредитного риска при переходе в более рисковые активы.

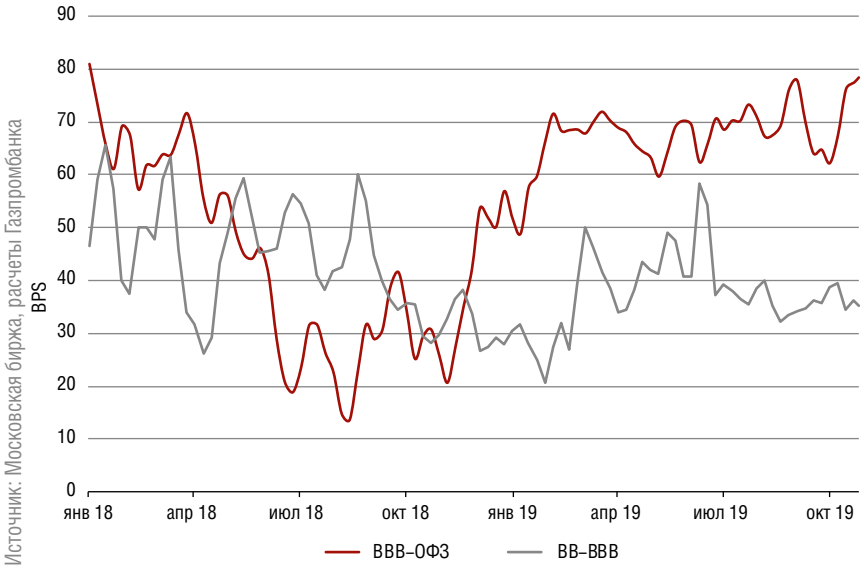
Результаты расчетов сведены в Таблице 1. Основной вывод заключается в том, что в настоящий момент категория BBB является наиболее привлекательной по соотношению «риск/доходность», поскольку:

• позволяет сохранить позиционирование в той же рейтинговой группе, что и суверен. Отметим, что многие эмитенты в этой группе — квазигосударственные заемщики;

• в настоящий момент кредитная премия за переход от ОФЗ к рейтинговой категории BBB выше, чем от BBB к BB как на первичном, так и на вторичном рынке;

Более того, текущая премия в категории BBB выше среднеисторической

Рисунок 6
Динамика маржинальной премии между рейтинговыми группами



Источник: Московская биржа, расчеты Газпромбанка

за период с начала 2018 года, что подразумевает потенциал ее снижения.

Последние два тезиса подтверждают привлекательность группы BBB именно в настоящий момент, однако так было не всегда. Например, как следует из Рисунка 6, в мае — ноябре 2018 года интереснее выглядел сегмент BB (с поправкой на разницу в кредитном качестве).

Для дополнительного подтверждения нашей гипотезы мы сравнили спреды на локальном долговом рынке и рынке российских еврооблигаций. Последний, на наш взгляд, более полно отражает оценку премий благодаря более широкой базе инвесторов, в числе которых — крупнейшие международные компании. Проверка гипотезы на рынке еврооблигаций подтверждает более высокую привлекательность группы BBB (см. Таблицу 2):

- в настоящий момент спред бумаг категории BBB к суверенной кривой на локальном рынке в 1.33 раза шире, чем на рынке еврооблигаций. В то же время по группам BB и B это соотношение составляет 0.92x и 0.85x соответственно. Иными словами, спреды BBB на локальном рынке шире, чем на рынке еврооблигаций, в то время как по группам BB и B они более узкие;
- текущее соотношение спредов в группе BBB сильнее других групп отклонилось от своего среднего значения с начала 2018 года — на 57 б.п. против 22 б.п. и 6 б.п. в группах BB и B соответственно.

	2018-2019YTD	Текущая премия	Δ
BBB (премия к суверену)	0,76x	1,33x	57 б.п.
BB	0,70x	0,92x	22 б.п.
B	0,79x	0,85x	6 б.п.

Источник: Bloomberg, Московская биржа, расчеты Газпромбанка

Таблица 2
Соотношение спредов на локальном рынке и рынке еврооблигаций

Отметим, что средневзвешенный кредитный рейтинг индекса RUCBITR в ходе последней ребалансировки находится на стыке двух рейтингов (BB+ и BBB-). Таким образом, позиционирование в категории BBB позволит не только повысить средневзвешенный кредитный рейтинг модельного портфеля, но и обыграть бенчмарк, если исходить из предположения о возвращении спредов каждой рейтинговой группы к своим средним значениям.

Подводя итог, отметим, что здесь мы предложили и рассмотрели лишь два подхода к тому, как обыграть бенчмарки: оптимизацию структуры модельного портфеля и управление кредитным риском. Другие представленные нами на семинаре подходы включали управление процентным риском и выбор дюрации. Их мы рассмотрим в одной из следующих публикаций.

Примечание: все расчеты выполнены исходя из данных на конец октября 2019 года.

РОССИЙСКИЙ ИПОТЕЧНЫЙ КОНГРЕСС
CBONDS и РУСИПОТЕКА
5 февраля 2020 года
Москва, «Кортъярд Марриотт Москва Центр»
WWW.RUSIPOTEKA.RU
WWW.CBONDS-CONGRESS.COM
Cbonds congress
РУСИПОТЕКА
кредитование и секьюритизация
Участие в VI Российском ипотечном конгрессе — это лучший способ быть в тренде современных ипотечных технологий, внести свой вклад в формирование передового ипотечного общественного мнения, наладить партнерские отношения, оценить тенденции и риски ипотечного бизнеса.
Детали и регистрация на сайте http://cbonds-congress.com/events/485
Реклама