Дмитрий ЗАК,
начальник отдела анализа рынка долговых инструментов,
«ТКБ Капитал»

В посткризисное время, когда рынок становится все более эффективным, а сегмент рублевого долга в силу своей биржевой формы априори к такому состоянию эффективности стремится, зарабатывать, элементарно расставляя новые бумаги на существующие кривые доходностей, становится невозможным. Приходится выискивать нестандартные торговые идеи, к примеру арбитражные неэффективности с учетом валютных и процентных свопов. Именно такая ситуация сложилась на рынке рублевого долга в сегменте бумаг с плавающим купоном — FRN (floating rated notes).

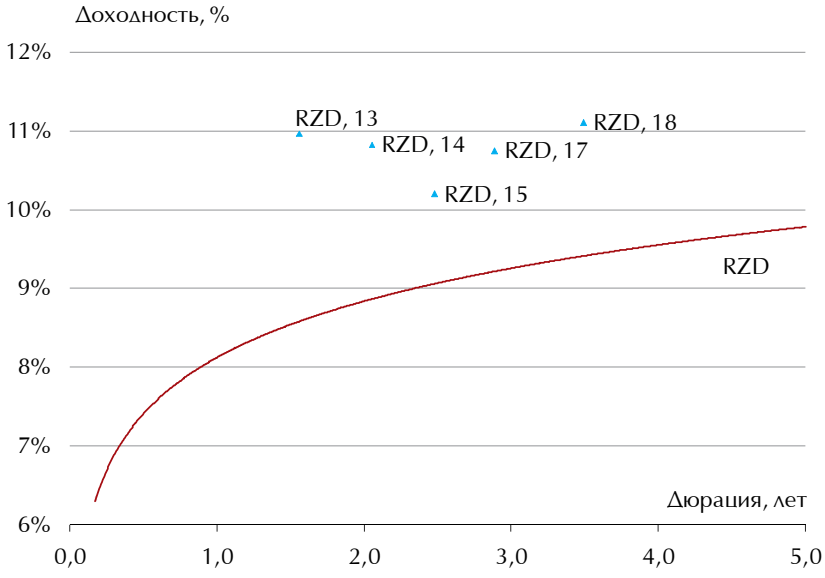
ФЛОАТЕРЫ: ориентация на рынок свопов

На российском рынке облигации с плавающим купоном появились относительно недавно: появление одних было связано с доказательством котирования ставок денежного рынка типа MOSPRIME, другие возникли как некая схема или структура, обещающая закрытому пулу держателей, так сказать, индексируемый депозит.

Реально рыночные инструменты с плавающим купоном зажили как класс в момент эскалации кризиса. Очевидно, что тогда эмитентам было сложно — точнее, невозможно — привлечь капитал, и ставкой 15–18% годовых никого «в риск» с рейтингом на уровне национального было не заманить, потому что у участников рынка попросту не было понимания, сколько в принципе стоит рубль. Валютные форварды (NDF) позволяли заработать в разы больше. Тогда бумаги с плавающим купоном размещались под определенных крупных инвесторов. Стратегия последних предусматривала получение определенной номинальной доходности без ущерба для ликвидности позиции и с минимальным кредитным риском. Под эти параметры и были выпущены дорогие для заемщиков облигации с плавающим купоном. Эмитентами выступали высококачественные квазигосударственные компании, облигации которых с относительно низкими дисконтами попадали в Ломбардный список и список прямого РЕПО ЦБ, обеспечивая гарантированную маржу к инструментам Банка России или ставкам денежного рынка для участников пула.

В тот период и даже значительно позже рыночные — спекулятивно настроенные игроки — просто не обращали на эти бумаги никакого внимания, что наглядно продемонстрировано на Рисунке 1.

Рисунок 1
Доходности облигаций РЖД с фиксированными и плавающими купонами (31.12.2009)



Источник: «ТКБ Капитал»

Бумага	Базовая ставка	Периодичность выплаты купона	Погашение/ оферта	Маржа
РЖД, 13	Ставка РЕПО ЦБ, 7 дней	2 раза в год	08.09.2011	300-325 б.п.
РЖД, 14	Ставка РЕПО ЦБ, 7 дней	2 раза в год	10.04.2012	300-325 б.п.
РЖД, 15	Ставка РЕПО ЦБ, 7 дней	2 раза в год	24.12.2012	375 б.п.
РЖД, 17	Ставка РЕПО ЦБ, 7 дней	2 раза в год	22.07.2013	405 б.п.
РЖД, 18	Ставка РЕПО ЦБ, 7 дней	2 раза в год	21.07.2014	425 б.п.
Москва, 66	Max (3m MosPrime, РЕПО ЦБ, 7 дней)	4 раза в год	23.11.2018	200-150 б.п.
АИЖК, 12	Ставка рефинансирования ЦБ	2 раза в год	15.12.2013	250 б.п.
АИЖК, 13	Ставка рефинансирования ЦБ	2 раза в год	15.04.2018	250 б.п.
АИЖК, 14	Ставка рефинансирования ЦБ	2 раза в год	15.05.2023	250 б.п.
АИЖК, 15	Ставка рефинансирования ЦБ	2 раза в год	15.09.2028	250 б.п.
Транснефть, 1	Ставка РЕПО ЦБ, 1 год	1 раз в год	18.05.2015	200 б.п.
Транснефть, 2	Ставка РЕПО ЦБ, 1 год	1 раз в год	06.10.2015	200 б.п.
Транснефть, 3	Ставка РЕПО ЦБ, 1 год	1 раз в год	18.09.2019	240 б.п.
ЕБРР, 2	3m MosPrime	4 раза в год	21.04.2011	-
ЕБРР, 3	3m MosPrime	4 раза в год	07.09.2011	-
ЕБРР, 4	3m MosPrime	4 раза в год	12.06.2014	-
ЕБРР, 5	3m MosPrime	4 раза в год	09.04.2014	-

Источник: Cbonds

Таблица 1
Облигации с плавающим купоном

В целом на текущий момент на рынке обращаются более 20 бумаг с плавающим купоном, но только 17 можно отнести к разряду потенциально рыночно привлекательных.

Таким образом, рынок FRN в России нельзя назвать достаточно емким. В денежном выражении номинальный объем выпусков соответствует порядку в $15 млрд, причем часть выпусков практически полностью выкуплена эмитентами в прошедшие оферты (например, выпуск «Северо-Западный Телеком-5») или отозваны/досрочно погашены эмитентом, например выпуски «Атомэнергопром-1», «Атомэнергопром-2».

Но все же бумаги с плавающими купонами, по нашим оценкам, занимают уже нешуточную долю российского долгового рублевого рынка — около 10% в деньгах без учета госбумаг, поэтому FRN как разновидность бумаг неправильно игнорировать.

Приступив к более глубокому анализу этого сегмента рынка, мы провели небольшой опрос отдельных рыночных участников относительно бумаг с плавающими купонами и получили интересные ответы. Одни указывали на то, что биржа (ММВБ) «рисует отрицательную доходность», кого-то такие инструменты не интересуют как класс в целом, так как цена FRN не меняется более чем на 2 п.п. от номинала, третьим не хочется считать, а кто-то вполне справедливо указывал на то, что флоатеры неинтересны по причине продолжения снижения ключевых ставок, а значит, прилично (а главное — понятно) заработать можно и на облигациях с фиксированным купоном.

Так или иначе, под давлением значительной ликвидности или вследствие общего ралли на долговом рынке и дороговизны бондов с фиксированным купоном, инвесторы частично пересмотрели и доходность по бумагам с плавающими купонами. Вопрос в том, как она рассчитывалась.

Наши прикидки подсказывают, что основной способ, которым пользуются участники, — дерево сценариев либо упрощенный сценарный подход, простое протягивание последнего известного купона до срока погашения/оферты по бонду.

Нельзя сказать, что наиболее распространенный на рынке вариант «протягивания купона» в корне неверный, ведь изменение денежно-кредитной политики — а это и есть в целом неизвестная составляющая в базе для расчета купона — на стабильном рынке, не на текущем, в целом событие равновероятное, таким образом, можно допустить, что и совпадение купонов в долгосрочной перспективе далеко не миф при таком сценарии.

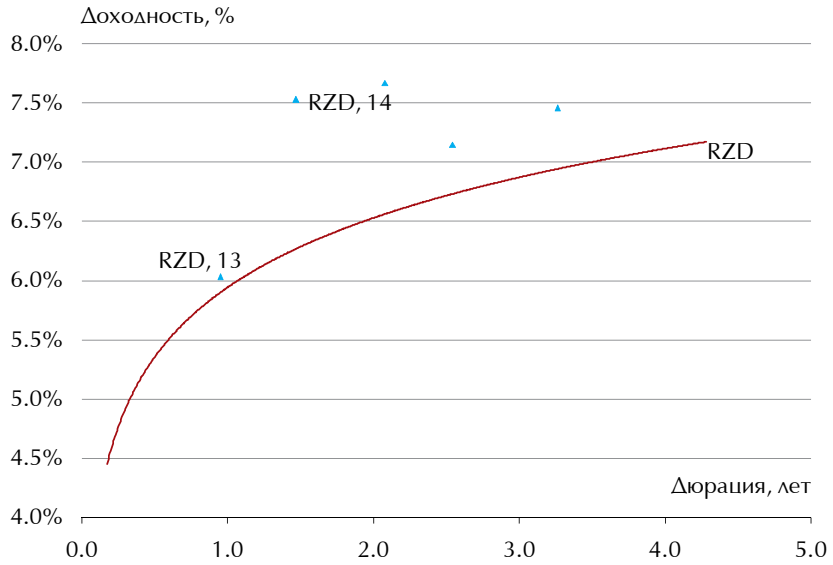
Единственное, что следует отметить — такие модели, даже если в сценарном подходе используются несколько подходов к изменению ключевых ставок, крайне субъективны, то есть отражают настроение отдельного аналитика или участника рынка относительно будущего движения ставок упомянутой неизвестной плавающей составляющей купона.

В теории уже исследовано большое количество вариантов оценки FRN, но основных, пожалуй, немного: либо сценарный подход и протягивание купонов как его подвид, либо разложение на потоки по бондам с использованием спред-анализа. Мы предлагаем поступить проще — отдать то, что вы можете с высокой степенью вероятности просчитать, туда, где сейчас все понятно, другими словами, использовать простой процентный своп. Обменять, таким образом, плавающую ставку на фиксированную.

В качестве примера мы приводим два бонда одного эмитента — РЖД. Один выпуск, FRN «РЖД-15», привязан постоянным уровнем маржи в размере 3.75 п.п. к семидневной ставке РЕПО ЦБ. Другой — «РЖД-7» с фиксирован-

«СЕЙЧАС НА РЫНКЕ ОБРАЩАЮТСЯ БОЛЕЕ 20 БУМАГ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ, НО ТОЛЬКО 17 МОЖНО ОТНЕСТИ К РАЗРЯДУ ПОТЕНЦИАЛЬНО РЫНОЧНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ»

ПОД ДАВЛЕНИЕМ ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ ЛИКВИДНОСТИ ИЛИ ВСЛЕДСТВИЕ ОБЩЕГО РАЛЛИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ И ДОРОГОВИЗНЫ БОНДОВ С ФИКСИРОВАННЫМ КУПОНОМ ИНВЕСТОРЫ ЧАСТИЧНО ПЕРЕСМОТРЕЛИ И ДОХОДНОСТЬ ПО БУМАГАМ С ПЛАВАЮЩИМИ КУПОНАМИ



Источник: «ТКБ Капитал»

Рисунок 2
Доходности облигаций РЖД с фиксированными и плавающими купонами (01.09.2010)

ным купоном размером 7.55% годовых. Срок исполнения обязательств у эмитента по обоим выпускам наступает в конце 2012 года: оферта по «РЖД-15» наступает 26 декабря, а погашение «РЖД-7» состоится 7 ноября.

Очевидно, что арбитражных возможностей озвученные параметры бумаг на эффективном рынке предоставлять не могут, поскольку это идентичные валютные и кредитные риски одной срочности.

Другими словами, доходность облигации с фиксированным купоном должна быть равна доходности облигации с плавающим купоном (FRN) с учетом стоимости исключения риска изменения купонных платежей FRN. Чтобы что-то можно было сравнивать, надо привести все к общему знаменателю, то есть сделать из облигации с плавающим купоном облигацию с фиксированным. Для этого мы обменяем платежи, исходя из рыночной стоимости свопа. На момент расчета рынок дает за MOSPRIME 6m фиксированную полугодовую ставку 5.48% годовых.

Таким образом, получается, что фиксированный полугодовой платеж по FRN есть полугодовой поток от свопа 5.48% годовых плюс фиксированная маржа в 3.75% годовых. Единственным узким местом в данном расчете является то, что переменная в базе расчета купона у нас не MOSPRIME 6m, а РЕПО ЦБ на 7 дней, и это узкое место достаточно просто можно нивелировать, выделив средний исторический спред РЕПО на 7 дней против MOSPRIME 6m.

Как мы и утверждали, справедливая цена в данном случае должна исключать арбитражные возможности — доходность FRN должна соответствовать синтетической точке на кривой бондов эмитента с фиксированным купоном аналогичной срочности.

Исходя из этого, для выпуска «РЖД-15» справедливой является цена в 105.6% при текущей рыночной цене в 107.50%.

Таким же образом мы просчитали все обращающиеся бонды с плавающим купоном и пришли к выводу, что рынок на текущий момент переоценивает большинство выпусков FRN. Очевидно, что внутренняя сверхмягкая денежно-кредитная политика РФ бесконечно долго продолжаться не будет, и глобальный тренд снижения ставок в целом отыгран. Инвесторы потихоньку начинают готовиться к развороту на рынке. Поэтому свопы будут дорожать, мы не сомневаемся в этом. Но текущая ситуация — прекрасная возможность «выбрать» арбитражный левереджированный спред (до погашения бумаг), который принесет инвестору низкорисковые 20% годовых.

Таблица 2
Рыночная цена vs справедливая цена

Бумага	Справедливая цена	Рыночная цена	Разница, п.п.
РЖД, 13	102.08%	104.11%	2.03
РЖД, 14	103.08%	105.40%	2.33
РЖД, 15	106.11%	107.50%	1.39
РЖД, 17	107.83%	111.15%	3.33
РЖД, 18	111.40%	113.66%	2.26
АИЖК, 12	110.53%	108.50%	-2.03
АИЖК, 13	121.55%	110.45%	-11.10
АИЖК, 14	130.93%	110.75%	-20.18
АИЖК, 15	136.00%	110.96%	-25.04
Транснефть, 1	108.63%	105.00%	-3.63
Транснефть, 2	110.60%	103.10%	-7.50
Транснефть, 3	111.05%	107.25%	-3.80
ЕБРР, 2	100.37%	100.90%	0.53
ЕБРР, 3	101.15%	100.90%	-0.25
ЕБРР, 4	101.50%	100.75%	-0.75