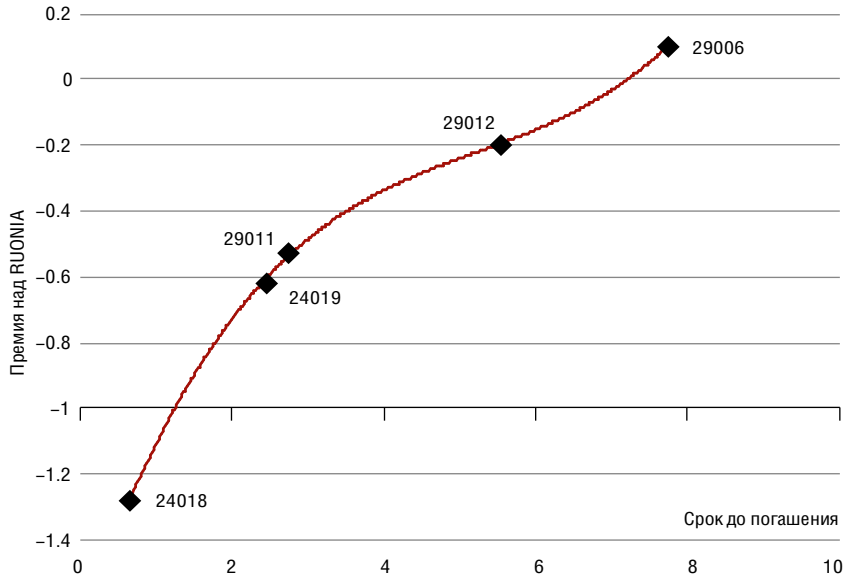
Дмитрий БОРИСОВ,
управляющий активами,
ИК «Локо–Инвест»

Методы оценки ОФЗ–ПК

ОФЗ с плавающим купоном, или, как их принято называть, флоутеры, за прошедшие с момента первого размещения два года, пусть и не сразу, но смогли завоевать сердца инвесторов. Сегодня это один из основных инструментов заимствований Минфина и любимая многими инвесторами доходная и комфортная ценная бумага. Тем не менее у этого актива есть один значимый недостаток — отсутствие единообразного подхода к его условно-справедливой оценке, который, впрочем, не мешает зарабатывать на этих, отчасти иррациональных, облигациях.

Я сделал попытку обобщить основные встречавшиеся методы оценки ОФЗ-ПК, а также предложить методику, которую мы используем в «Локо-Инвесте» и которая, по нашему мнению, имеет право считаться наиболее полной.

Рисунок 1
Методы линейной амортизации*



Источник: «Локо–Инвест»

* Расчеты на 02.05.2017

Начать стоит с описания общих принципов функционирования этих инструментов.

ОФЗ-ПК — это государственная облигация, имеющая фиксированный номинал и переменный купон, который определяется как среднее арифметическое значений ставок RUONIA за шесть месяцев до даты определения купона, увеличенное на фиксированную премию.

Привязка регулярных процентных выплат к краткосрочным ставкам межбанковского рынка лишает возможности анализировать эти бумаги с точки зрения их денежного потока, поэтому инвесторы вынуждены придумывать собственные методики оценки этих облигаций.

МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ

Первая и самая простая методика заключается в вычислении премии/дисконта над RUONIA через линейную амортизацию текущей цены. При таком подходе превышение текущей цены[1] ОФЗ-ПК

[1] По состоянию на 13.03.2017 — 108.00.

серии 29006 над номиналом, разделенное на 7.8 года до погашения, уменьшит премию над RUONIA на 92.5 пункта — с базовых 120 б.п. до 17.5 б.п. Для остальных выпусков распределение будет выглядеть так, как показано на Рисунке 1.

Отличительным недостатком данного метода против всех прочих является полное игнорирование значения действующего купона, который также необходимо учитывать.

Второй метод также основывается на необходимости амортизации текущей цены, но уже уменьшенной на премию, вытекающую из превышения известной части купонного дохода над доходностью полугодовых ОФЗ-ПД. Так, купон по ОФЗ-ПК серии 24019 на ближайшие 182 дня составляет 10.36%, что превышает доходность ОФЗ-ПД на соизмеримый период на 1.2%. С учетом полугодовой дюрации такая разница в доходности предполагает ценовую премию в размере 60 б.п. На эту величину и уменьшается текущая цена для целей амортизации по аналогии с первым вариантом. Также уменьшается на 0.5 длительность плавающих купонных периодов. В этом случае кривая премий будет выглядеть так, как показано на Рисунке 2.

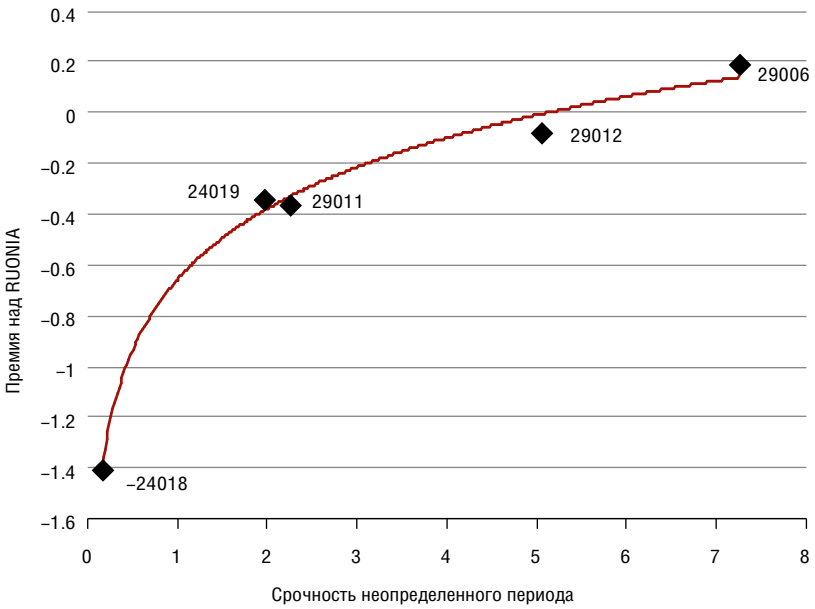
Недостатки такого подхода заключаются в принятии низкого уровня доходности на ближайшем купонном периоде и в завышении за счет этого премии над RUONIA в последующие периоды.

Третья достаточно распространенная методика исходит из логики, что денежный поток по флоутерам должен быть приведен в соответствие с денежным потоком по облигациям с фиксированным купоном через построение прогнозного ряда RUONIA до погашения либо на основании кривой IRS. К сожалению, оба способа носят сильно теоретический характер и не позволяют сравнивать отдаленные по срочности ОФЗ-ПК между собой. По нашему мнению, при таком подходе должна быть учтена премия за разную чувствительность ОФЗ-ПК и ОФЗ-ПД к процентному риску (росту рыночных ставок и падению), что также добавит неопределенности в их оценку.

Тем не менее интересно увидеть безубыточную цену по RUONIA с сегодняшнего дня и до даты установления последнего купона, рассчитанную через моделирование денежного потока в сравнении со схожими по срочности ОФЗ-ПД[1] (см. Рисунок 3).

[1] При построении модели все неизвестные будущие купоны считались равными друг другу.

Рисунок 2. Метод оценки от коротких ОФЗ-ПД*

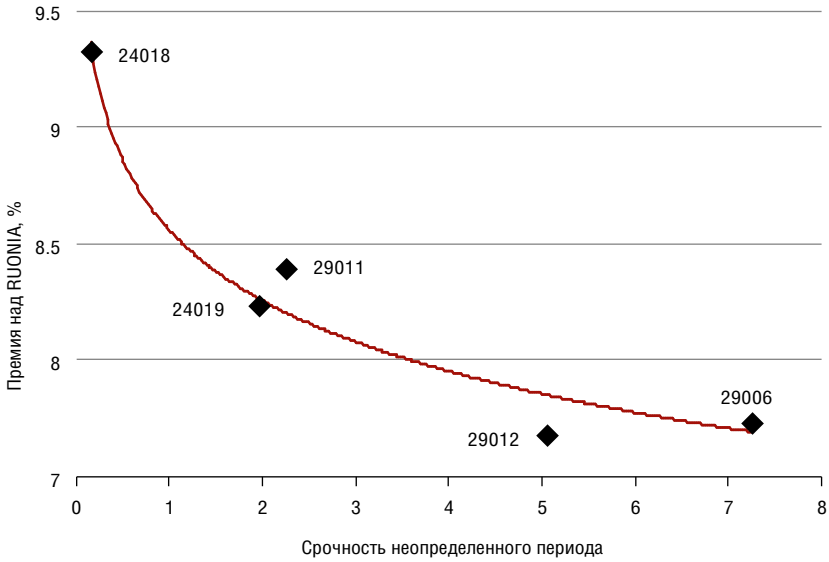


ОФЗ-ПК	Цена	Float срок	RUONIA+
24018	101.32	0.16	–1.40
24019	102.25	1.96	–0.34
29011	104.1	2.25	–0.36
29012	103.3	5.05	–0.08
29006	108.5	7.25	0.19

Источник: «Поко–Инвест»

* Расчеты на 02.05.2017

Рисунок 3. Breakeven RUONIA



	Срок RUONIA	ср. RUONIA	ОФЗ-ПД
24018	0.2	**9.33%**	8.30%
24019	2.0	**8.24%**	8.05%
29011	2.3	**8.40%**	8.05%
29012	5.1	**7.68%**	7.70%
29006	7.3	**7.73%**	7.75%
29010	17.1	**7.85%**	8.21%

Источник: «Поко–Инвест»

* Расчеты на 02.05.2017

Источник: «Локо-Инвест»

Выпуск	Цена	Срок, лет	Премия	RUONIA 5Y	Купон	Доходность	
						Простая	Сложная
ОФЗ-ПК-А	100	5	0%	10%	10%	10.00%	10.25%
ОФЗ-ПК-Б	105	5	1%	10%	11%	9.71%	9.95%
ОФЗ-ПК-В	110	5	2%	10%	12%	9.45%	9.67%

Таблица 1
Модельные пятилетние ОФЗ-ПК

Глядя на Рисунок 3, можно сделать предположение, что рынок либо не закладывается на стабилизацию RUONIA на более низких уровнях, либо недооценивает негативное влияние более низких ставок на совокупный финансовый результат. Также очевидно, что новые выпуски серий 24019 и 29012 выглядят лучше старых серий 29011 и 29006. Причина тому — превышение текущей цены над номиналом, которое оказывает существенное влияние на доходность, но не принимается большинством участников в расчет.

Для иллюстрации этого эффекта в Таблице 1 приведены три модельных пятилетних ОФЗ-ПК.

Если бы мы делали оценку по первому методу, расчет бы показал отсутствие отличий между выпусками: все бы были RUONIA+0%. Тем не менее это не так. В трех случаях мы получаем RUONIA*1000 руб. купонного дохода на 1000, 1050 и 1010 вложенных рублей соответственно. И по факту это разная доходность. Разная RUONIA как компонента доходности ОФЗ-ПК, выраженная через формулу RUONIA+премия. Премия, в свою очередь, также размывается высокой ценой и нуждается в корректировке.

Именно поэтому в своей оценке облигаций с переменным купоном мы используем поправку на цену не только в целях ее амортизации, но и в части корректировки RUONIA и премии для каждой бумаги как значимого элемента итогового финансового результата. Другими словами, после перехода цены через рубеж номинала мы смотрим на RUONIA уже не только как на ставку дохода, но больше как на ставку фондирования. И при такой оценке необходимость фондировать 1080 рублей по ставке RUONIA против получения «такой же» RUONIA на 1000 рублей номинала выглядит менее очевидной.

Мы пытаемся найти справедливую премию над RUONIA как ставкой фондирования следующим образом:

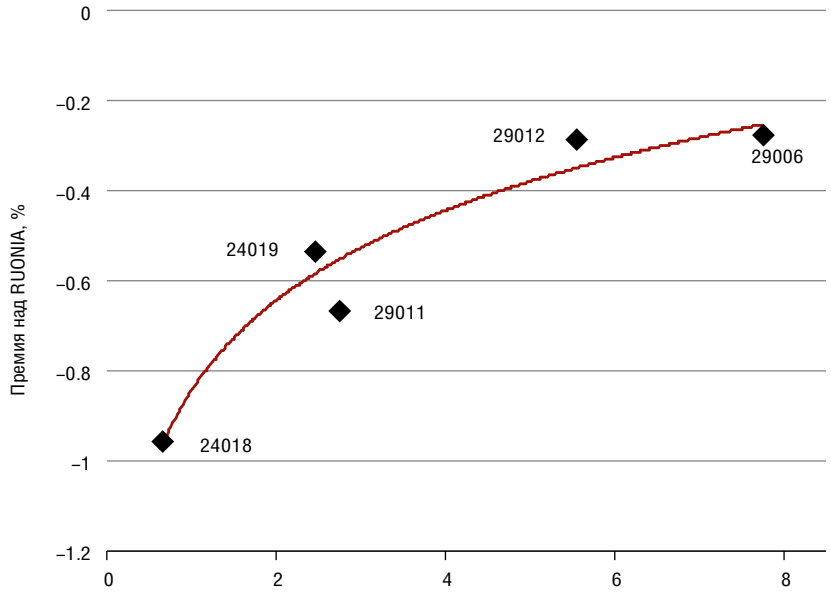
1. Определяем известный купон на ближайшие шесть месяцев.
2. Сравниваем его со средним значением RUONIA на следующие 182 дня на основании кривой фьючерсов ММВБ[1].
3. Определяем премию над RUONIA этого полугодового периода.
4. Делаем корректировки на текущую цену как RUONIA, так и премии.
5. Выравниваем премию над RUONIA на всем участке, известном и неизвестном.

На сегодняшний день кривая ОФЗ-ПК в нашем представлении выглядит так, как показано на Рисунке 4.

Данный метод оценки ОФЗ-ПК также имеет ряд недостатков и тоже использует элементы моделирования. Тем не менее мы считаем, что он позволяет достаточно точно сравнивать различные ОФЗ-ПК и справедливо располагать их на кривой доходности с точки зрения оценки их внутренней плавающей доходности.

Если говорить о ситуации в секторе ОФЗ-ПК в целом, то, по нашему мнению, рынок пока недооценивает потенциальное влияние начала полномасштабного цикла снижения ставок, которое может сделать наиболее длинные выпуски наименее привлекательными.

Рисунок 4
Кривая ОФЗ-ПК



Источник: «Локо-Инвест»

ОФЗ-ПК	Цена	До погашения	RUONIA+
24018	101.32	**0.65**	–0.95%
24019	102.25	**2.46**	–0.53%
29011	104.1	**2.75**	–0.66%
29012	103.3	**5.55**	–0.28%
29006	108.5	**7.75**	–0.27%

[1] http://www.moex.com/ru/ruonia/analytics